

深海装备国产化破局，AI 驱动数字油服商业模式升级

机械设备

——神开股份（002278.SZ）首次覆盖报告

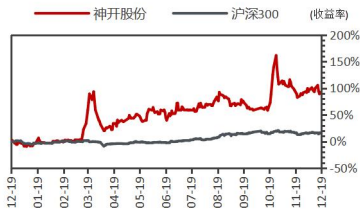
报告原因：

买入（首次评级）

市场数据：	2025 年 12 月 19 日
收盘价（元）	11.47
一年内最高/最低（元）	15.88/4.73
市净率	3.6
股息率（分红/股价）	0.43
流通 A 股市值（百万元）	3,831
上证指数/深证成指	3,890/13,140
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	3.2
资产负债率%	32.33
总股本/流通 A 股（百万）	364/334
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

《中微公司（688012.SH）：补齐 CMP 关键拼图，平台化战略再进一步》2025-12-19
《北方华创（002371.SZ）：收购光学镀膜装备公司，加速关键环节国产替代》2025-12-12
《德昌电机控股（0179.HK）中期业绩点评：机器人与液冷泵开启新成长曲线》2025-11-13

证券分析师

王凯
S0820524120002
021-32229888-25522
wangkai526@ajzq.com

投资要点：

- 公司是中国石油勘探、钻采及炼化领域的设备研发、制造与销售的骨干企业，产品覆盖油气行业的上下游全链条。伴随中国海工装备国产替代深化以及海外 AI 数字化油服业务拓展，公司主业盈利能力有望持续提升。
- 行业：1) 中国油气产量增速快于全球，油气增量开发正加速向海洋、非常规领域集中，带动相关装备结构性增量需求。中国海油在“三桶油”中的产量占比持续提升，原油/天然气占比由 2015 年的 23.6%/11.1% 提升至 2025Q3 的 32.4%/13.1%，中国原油新增供给主要来自海上（含深水）项目投产与爬坡，对深水/深井装备需求形成持续拉动。2) 油服行业整体竞争格局稳固，传统陆地浅井与浅海领域竞争充分，海工装备国产化与 AI 数字化油服出海有望成为中长期增长驱动力。①国内市场高度集中，“三桶油”旗下油服企业市占率约 85%，在陆地浅井及浅海油井等领域竞争激烈；而深海、深地等复杂工况国产油服开发仍处于起步阶段，格局尚未固化。②全球数字油田市场规模预计由 2024 年 301 亿美元增长至 2030 年 430 亿美元（CAGR 6.1%），中东数字化油服市场仍由国际油服公司主导，本地油公司对外部其他高性价比解决方案商保持开放，为中国数字化油服出海提供了结构性切入机会。
- 公司主要受益于：1) 海工装备国产替代：我们预计相关业务有望于 2027 年实现 3.2 亿元，2030 年实现 6.7 亿元增量空间。公司自 2015 年启动 1,500 米级水下采油树系统化研发，于 2019 年通过南海海试、2020 年起实现小批量交付，技术成果逐步商业化，在深水采油树与井口平台领域确立领先优势。2) 科威特数字化油服：公司 AI 数字化油服解决方案收入增量有望 2027 年实现 1.2 亿元，2030 年实现 3.83 亿元增量空间。公司在科威特深耕多年，已形成本地化工程团队并建立稳定合作关系，有望逐步承接部分国际油服商数字化服务份额。
- 投资建议：公司有望深度受益于中国海工装备国产化进程加速，叠加中东数字化油服业务逐步放量，整体盈利能力呈持续改善态势。我们预计公司 2025E-2027E 营业收入分别为 8.59 / 10.05 / 12.15 亿元，同比增长 17.1% / 17.1% / 20.9%；归母净利润分别为 0.55 / 0.78 / 1.21 亿元，同比增长 81.5% / 42.7% / 54.4%，对应 PE 分别为 75.7x / 53.1x / 34.4x。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：深水油气投资强度与需求释放不及预期风险；国产水下采油树商业化转化与订单兑现节奏不及预期风险；数字化油服业务拓展不及预期风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	744	733	859	1,005	1,215
同比增长率（%）	23.1%	-1.4%	17.1%	17.1%	20.9%
归母净利润（百万元）	25	30	55	78	121
同比增长（%）	-188.0%	22.8%	81.5%	42.7%	54.4%
每股收益（元/股）	0.07	0.08	0.15	0.21	0.33
毛利率（%）	32.7%	35.4%	38.9%	39.8%	42.3%
ROE（%）	2.2%	2.7%	4.6%	6.2%	8.8%
市盈率	168.7	137.4	75.7	53.1	34.4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE
数据截至 2025 年 12 月 19 日

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025E-2027E 归母净利润分别为 0.55 / 0.78 / 1.21 亿元，同比增长 81.5% / 42.7% / 54.4%，对应 PE 分别为 75.7x / 53.1x / 34.4x。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

1) 中国海洋油气开发资本开支向深水倾斜，国产化导向明确，水下采油树等关键海工装备需求稳步扩容。我们假设“海洋平台+水下”设备投资长期占中国海油 Capex 的约 35%，其中水下装备占比约 77%，水下采油树约占水下装备的 29%，对应 2027E-2030E 国内水下采油树年投资规模由约 105 亿元增至 112 亿元。在此基础上，考虑国产替代节奏循序推进，我们假设公司在国产水下采油树市场的市占率由 2027E 的 3.0%提升至 2030E 的 6.0%，对应新增收入弹性逐年释放。

2) 中东油服数字化加速渗透，科威特新钻井规模稳步增长，对应科威特数字油服市场空间由 2025E 的 22.0 亿元扩张至 2030E 的 25.5 亿元。假设中国出海油服企业在科威特数字油服市场的可获取空间占比由 2027E 的 35% 提升至 2030E 的 50%，公司在该细分市场的市占率由 2027E 的 15%到 2030E 的 30%，推动公司海外数字化油服收入由 2027E 的 1.20 亿元增至 2030E 的 3.83 亿元，驱动收入增长与盈利提升。

有别于市场的认识

1) 市场普遍认为国产深海装备在工程化落地上仍存在较大不确定性，我们认为公司水下采油树有望进入实际落地阶段。公司自 2015 年起布局 1500 米级水下采油树，2019 年完成海试、2020 年实现中海油交付，并已在多类深水项目中形成工程化应用记录。在中国海油对国产供应链存在刚性需求背景下，叠加公司长期研发投入与工程化积累，其水下采油树有望率先突破市场认知偏差，进入实际应用与放量阶段。

2) 市场普遍将海外数字化油服业务视为小体量与不确定较强业务，而我们认为其商业本质是由油企运营效率提升驱动的渗透率型需求，不过度依赖油价或油企资本开支。科威特可数字化井数将从 2024 年的 2138 口提升至 2030 年的 2688 口，我们预计数字化渗透率将由 95%提升至 100%，成为标准化配置。

股价表现的催化剂

公司深海装备相关订单落地；公司数字化油服订单落地并向其他区域拓展等。

风险提示

深水油气投资强度与需求释放不及预期风险；国产水下采油树商业化转化与订单兑现节奏不及预期风险；数字化油服业务拓展不及预期风险。

目录

1. 神开股份：立足石油装备，拓展全球能源科技业务	6
1.1 中国油气装备与服务骨干企业，产品拓展与科技升级	6
1.2 以中国三大油企为主要客户，拓展海外业务版图	8
1.3 深地推进叠加海外拓展，产品结构优化支撑业绩逐步提升	11
2. 油气增量提升装备要求，国产化与出海打开新空间	13
2.1 中国油气产量增速快于全球，海洋与非常规增量持续扩大	13
2.2 油服竞争格局稳定，细分龙头机遇在新兴领域	16
2.3 海洋与非常规油气资源装备价值量提升打开增量空间	18
2.4 中东油服准入标准严苛，AI 浪潮带来中国油服公司新机遇	21
3. 公司深度受益海工装备国产化与 AI 数字化浪潮	23
3.1 中国海油装备国产化提速，公司深海装备与维保优势凸显	24
3.2 油企 AI 数字化浪潮带动公司海外油服商业模式升级	26
4. 盈利预测与估值	31
4.1 核心假设	31
4.2 盈利预测	33
4.3 估值分析	34
5. 风险提示	35

图表目录

图表 1：公司历史沿革与重大事件	6
图表 2：神开股份股权结构（部分统计）	7
图表 3：公司子公司体系覆盖“研发—制造—测试—服务—国际销售”全链条	7
图表 4：2024 年公司分业务收入结构	8
图表 5：2017-2024 年公司分业务营收	8
图表 6：神开股份商业模式图	9
图表 7：公司是中国少数具备油气全产业链设备和综合服务一体化的供应商	9
图表 8：2021-2024 年“三桶油”客户收入结构及占比变化	10
图表 9：2021-25H1 公司境内外收入及境外收入占比	10
图表 10：2020-25Q3 公司营业收入及 YoY	11
图表 11：2020-25Q3 公司归母净利润及 YoY	11
图表 12：2024 年公司分产品毛利率水平	12
图表 13：2020-2024 年公司分产品毛利率	12
图表 14：2020-25Q3 公司毛利率、净利率	12
图表 15：2020-25Q3 公司销售、管理及研发费用率	12
图表 16：2020-2024 年全球原油及中国原油产量及 YoY	13
图表 17：2020-2024 年全球及中国天然气产量及 YoY	13
图表 18：2021-2024 年全球分地区石油产量（部分）	13
图表 19：2024 年全球石油探明储量分布	13
图表 20：全球海洋经济东亚国家贡献超 56% 的增长	14
图表 21：2015-2025 年“三桶油”原油产量比例	15
图表 22：2015-2025 年“三桶油”天然气产量比例	15
图表 23：常规资源靠“通道”，非常规资源靠“技术”与“装备”	15
图表 24：2023 年全球油服市场竞争格局	16
图表 25：2024 年中国油服市场竞争格局	16
图表 26：油气勘探开发全流程产业链示意：核心设备、服务与主要参与者	17
图表 27：全球油气工程技术服务和设备制造环节核心厂商	17
图表 28：2020-2027E 中国海油资本开支及 YoY	18
图表 29：2025 年中国海油资本开支各板块占比	18
图表 30：2024 年中国海油重点开采项目，94% 产量来自海上油田	18
图表 31：以墨西哥湾为例，不同开采场景下的完井资本开支结构（浅海 vs 深海）	19

图表 32 : 水下油气勘探关键装备	20
图表 33 : 水下油气生产关键装备	20
图表 34 : 常规与非常规油气作业装备对比	21
图表 35 : 全球油气行业人工智能市场规模及 AI 技术渗透率	21
图表 36 : 2024-2031E 中东油服设备市场规模	22
图表 37 : 中东数字化油服参与者及其主要覆盖环节 (不完全统计)	22
图表 38 : 中国油气开发不同工况下厂商定位, 公司在深井方向优势显著、客户黏性强	23
图表 39 : 神开股份深海装备发展历程	24
图表 40 : 公司主要参与海工装备项目 (部分)	24
图表 41 : 2027E-2030E 公司海工装备业务空间测算 (单位: 亿元)	25
图表 42 : 水下采油树国产化率*公司市占率分析 (单位: 亿元)	26
图表 43 : 中东油企业对于油服供应商的认证流程	27
图表 44 : 神开股份境外主要合作项目及重大事项 (不完全统计)	27
图表 45 : 神开在中东地区设备服务现场	28
图表 46 : 神开与科威特石油公司 (KOC) 审核现场	28
图表 47 : 以勘探井为核心的多井生产井网示意图	28
图表 48 : 勘探井验证油藏后, 可在周边部署多口生产井	28
图表 49 : DeepDrilling Agent 随钻混合智能体	29
图表 50 : Drill Pro 蓝海智钻 钻井优化系统	29
图表 51 : 神开智能化录井支持平台应用	29
图表 52 : 神开 AI 数字化智慧井场解决方案	29
图表 53 : 神开应阿布扎比国家石油公司邀请, 为其进行 “AI-Drilling 云平台系统” 推介	29
图表 54 : 神开赴中曼石油交流, 展示神开 AI 钻井优化软件	29
图表 55 : 公司中东油服数字化解决方案空间测算, 有望从科威特打开市场空间	30
图表 56 : 神开股份主营业务核心假设 (单位: 百万元人民币)	32
图表 57 : 神开股份盈利预测	33
图表 58 : 估值假设主要参数 (截至 2025 年 12 月 18 日)	34
图表 59 : 绝对估值敏感性分析 (单位: 元/股)	34

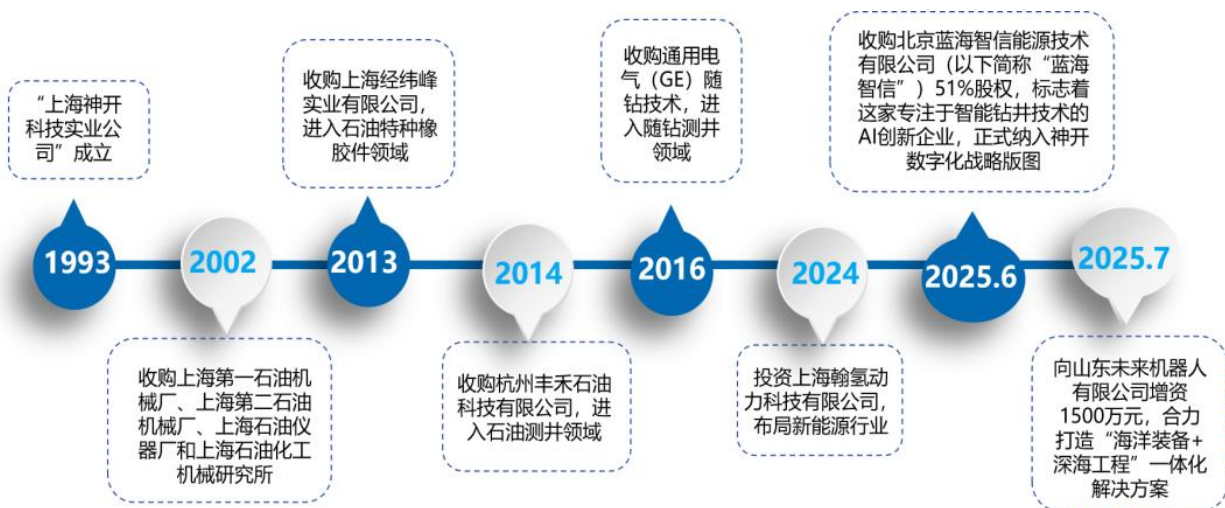
1. 神开股份：立足石油装备，拓展全球能源科技业务

1.1 中国油气装备与服务骨干企业，产品拓展与科技升级

上海神开石油化工装备股份有限公司成立于 1993 年，是国内领先的油气装备与技术服务企业。公司深度参与国家深地钻探、深海勘探等重大工程，长期服务以“三桶油”（中国石油、中国石化、中国海油）为核心的客户群，并拓展至海外主要油气企业及油服商，已形成覆盖研发、制造与服务的完整业务体系。

公司早期依托自主研发与并购整合构建起录井及相关油气装备体系；2009 年上市后产品线逐步延伸至“录、测、导”一体化，并同步推进海外市场布局。2016 年收购 GE 随钻技术使公司在核心技术能力与客户层级上实现明显提升。近年公司把握深海油服与海外市场需求增长的结构性机遇，重点布局深海装备及 AI 数字化油服方向，并在氢能等新能源领域保持探索，加速从传统油服装备供应商向智能化能源技术企业转型。

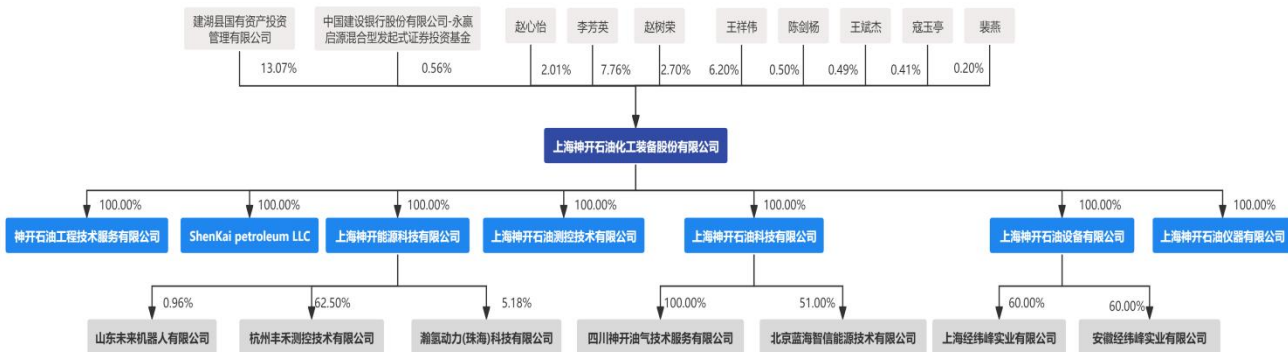
图表 1：公司历史沿革与重大事件



资料来源：公司官网，公司公告，爱建证券研究所

核心管理层与业务骨干持股，与公司长期战略利益深度绑定。自 2021 年以来，公司逐步推进员工持股及核心人员持股安排，部分核心管理层与业务骨干以自然人股东身份进入前十大股东序列，使经营层利益与公司长期战略、技术投入及海外业务拓展进一步深度绑定。

图表 2：神开股份股权结构（部分统计）



资料来源：公司官网，爱建证券研究所

注：持股数据以 2025 年三季报披露为准

子公司覆盖海内外主要油气产区，服务网络成熟。1) **国内方面**，公司总部位于上海，并在杭州、北京、成都、陕西、新疆等地设有研发、制造及区域服务主体，形成较为完善的本地化交付与售后支持网络。2) **海外方面**，公司在美国、迪拜、科威特及委内瑞拉设有子公司或运营平台，业务布局覆盖中东、南美及北美等核心产油区，为海外油服及装备业务的持续拓展奠定了坚实基础。

图表 3：公司子公司体系覆盖“研发—制造—测试—服务—国际销售”全链条

中国		职能定位
上海	上海神开石油化工装备股份有限公司（总部）	制造研发中心
	上海神开石油设备有限公司	
	上海神开石油科技有限公司	
	上海神开石油仪器有限公司	
	上海神开石油测控技术有限公司	
杭州	杭州丰禾石油科技有限公司	研发与创新平台
北京	北京蓝海智信能源技术有限公司	
安徽	安徽神开经纬峰实业有限公司	国内区域服务中心
新疆	上海神开石油科技有限公司库尔勒技术服务分公司	
成都	上海神开石油化工装备股份有限公司西南分公司	
	上海神开石油科技有限公司成都分公司	
	四川神开油气技术服务有限公司	
	四川神开油气技术服务有限公司	
陕西	上海神开石油科技有限公司靖边分公司	国内区域服务中心
	西安神开丰禾能源服务有限公司	
海外		
北美	Shenkai Petroleum,LLC	海外运营平台
中东	迪拜子公司	
	巴基斯坦子公司	
	科威特子公司	
南美	（委内瑞拉）Shanghai Shenkai Petroleum Science & Technology Co Ltd	

资料来源：公司官网，爱建证券研究所

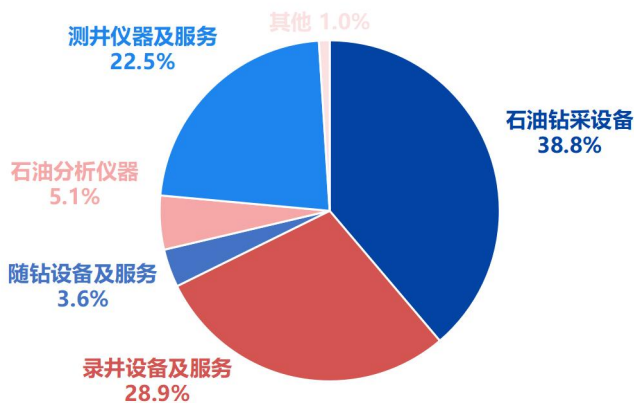
1.2 以中国三大油企为主要客户，拓展海外业务版图

公司的核心产品线包括油气钻采设备、油气勘探仪器、石油产品规格分析仪器三大业务板块，同时还为客户提供专业的定测录一体化工程技术服务。

- 1) **油气钻采设备板块**以井控与井口装备为核心，客户包括中石化、中石油、中国海油等主流油企。公司为国内唯一具备防喷器组与远程控制系统综合配套能力的民营厂商，深海装备方向实现突破，水下采油树与智能井口系统已在多座海上油田应用。
- 2) **油气勘探仪器及工程技术服务板块**提供录井、随钻、测井等勘探仪器与技术服务，公司是国内录井装备领军企业，已形成“录井—测井—定向井—地质导向”一体化体系。
- 3) **油品分析仪器板块**布局炼化检测环节，主要产品包括辛烷值、十六烷值测定机等系列分析仪器，广泛应用于中石化、中石油等行业龙头企业，并承担同类进口设备改造替代项目。

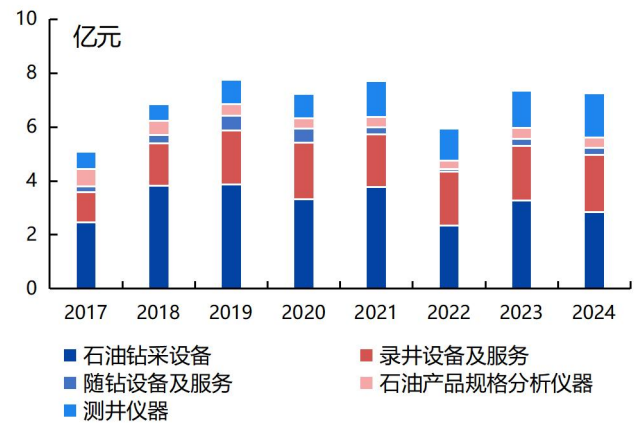
分业务看，公司核心业务集中于石油钻采设备与测录井设备及服务领域，整体盈利能力保持稳健。2024 年，公司石油钻采设备、录井设备及服务、测井仪器及服务三大主业分别占总营收的 38.8%、28.9%和 22.5%，其余业务（包括石油分析仪器、随钻设备及服务等）合计约占 9.7%。

图表 4：2024 年公司分业务收入结构



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

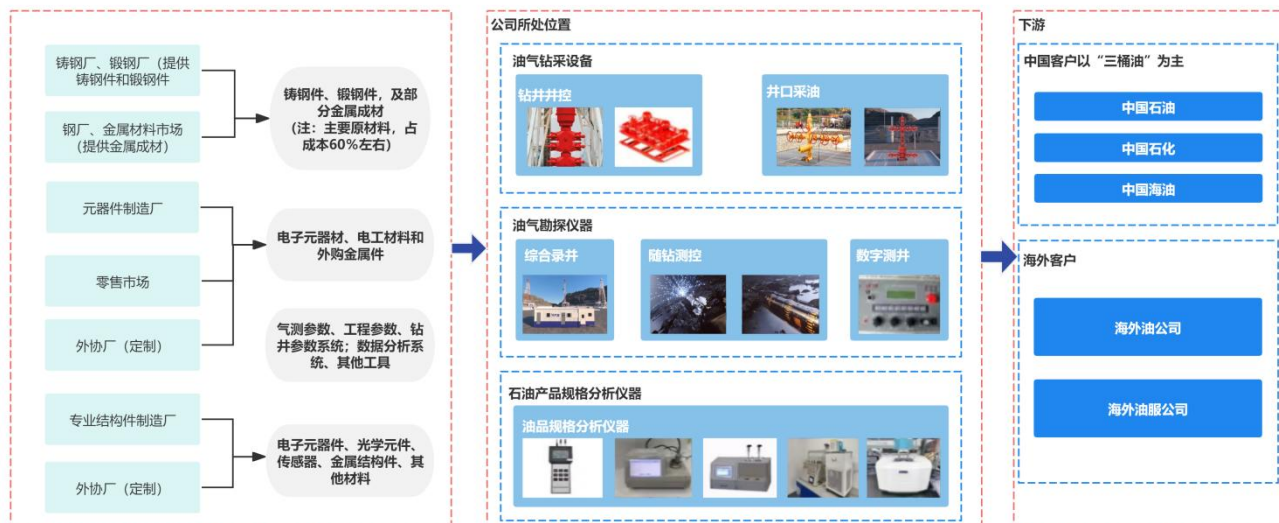
图表 5：2017-2024 年公司分业务营收



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

公司商业模式以“钻完井核心装备 + 随钻测控 + 录井分析”为主线，主要服务油气勘探与开发。公司从上游获取铸锻件、钢材、电子元器件及结构件等核心部件，结合自研制造与外协加工能力，完成钻井井控装备、随钻测控系统及油品与岩样分析仪器的系统集成交付，产品与服务主要应用于以中石油、中石化、中海油及海外国家油公司为主的钻井、完井、测试及现场数字化作业场景。

图表 6：神开股份商业模式图



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 7：公司是中国少数具备油气全产业链设备和综合服务一体化的供应商

油气开发环节	主要作业内容	神开产品/服务	说明
① 地质勘察	区域地质分析 资源评价	/	该阶段多为地质科研与地球物理设计，公司未直接涉足。
② 物探	地震勘探 重磁电测量 地层构造成像	地球物理数据采集系统 (部分录井仪衍生模块)	公司提供部分勘探数据采集模块，为录井与地层评价提供输入。
③ 钻井	钻机运转 泥浆循环 防喷控压	防喷器（BOP）及控制系统 井口装置	公司最早切入的主业，具备防喷器与泥浆泵的完整配套制造能力，是国内少数拥有钻机系统成套能力的厂商之一，应用覆盖陆上与海上钻采场景。
④ 录井	监测地层与油气显示	录井仪、气测仪 AI 岩屑识别技术 岩心分析仪 随钻录井系统 智能录井平台	公司已形成“信息采集—数据解释—软件平台”一体化能力，是国内录井系统龙头厂商，具备完整的硬件与算法平台体系。
⑤ 测井	完钻后下井仪器测定地层物性、含油气性	电测仪器 声波/电阻率/密度测井仪 随钻测井系统(MWD/LWD)	公司拥有部分 MWD/LWD 测井产品及地层解释技术，正向井下测井和随钻测井方向拓展，提升地层识别与实时监测能力。
⑥ 固井	封固井壁防止流体窜流	/	固井环节由专业服务商主导，公司暂无直接布局。
⑦ 完井	安装井口 下采油管柱、试井	井口装置 采油树 井口控制系统 完井测试设备	公司完井端有完整产品线，可实现防喷、控压与地层测试联动。
⑧ 射孔	井下射孔 导流油气	井下测试与监测系统	公司部分地层测试仪包含射孔监测单元，可用于完井后油气层动态监测。

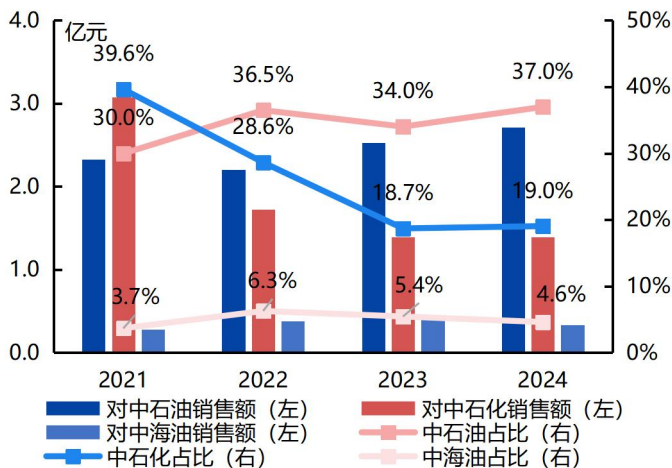
⑨ 采油	地层流体采出与地面控制	采油树 井口控制系统 油气分离装置 地面监测系统	公司在采油端提供机械与控制装备，具备深井及复杂工况下的装备设计与系统集成能力。
⑩ 修井/增采	清蜡、酸化、压裂、再完井	录测井仪器服务 井下测试与监测设备	公司提供录测井仪器与地层监测系统，为井筒再利用与增产改造提供技术支持。
⑪ 加工（炼化）	原油分馏 精炼 检测	石油产品分析仪器（辛烷值分析仪、蒸馏仪、粘度仪等）	公司在炼化检测端具备较完善的产品体系，能够覆盖石油产品理化性能检测。

资料来源：公司官网，公司公告，爱建证券研究所

公司境内业务主要来自参与中石油、中石化、中国海油及其下属单位的集中招标，客户基础稳定。公司长期为三大油企提供核心井控系统、井口装置与录测井装备。从客户结构的变化趋势来看，公司对中石油的收入占比整体上行，近年来在其体系内的业务权重持续提升；中石化占比在 2021 年相对较高，此后经历阶段性调整并趋于稳定；中海油占比则保持在低位小幅波动。

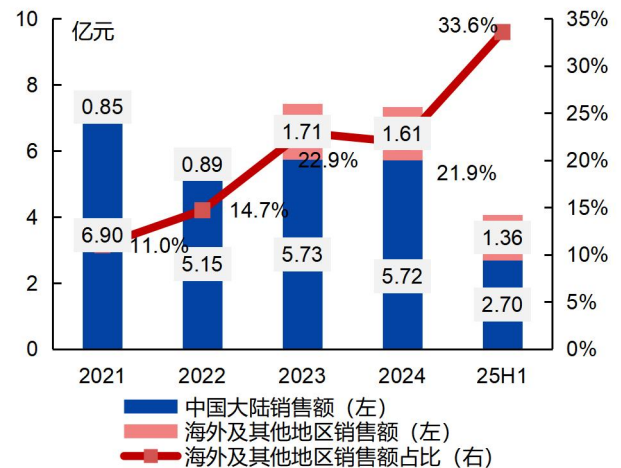
境外业务已成为公司成长的关键增量。公司通过参与海外国家石油公司及其下属机构的招投标和商务磋商逐步拓展。公司产品已通过多项国际权威认证，广泛应用于中东、中亚、欧洲、非洲及南北美洲等主要油气产区，形成覆盖全球核心能源市场的服务网络，国际化布局成果显著。

图表 8：2021–2024 年“三桶油”客户收入结构及占比变化



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 9：2021–25H1 公司境内外收入及境外收入占比



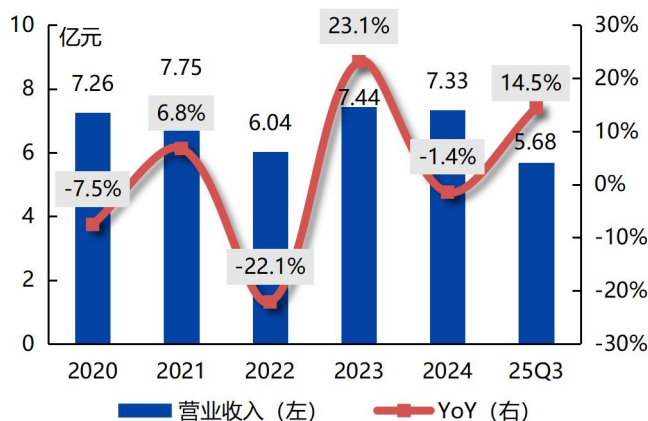
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

1.3 深地推进叠加海外拓展，产品结构优化支撑业绩逐步提升

公司收入近年伴随钻采设备放量与海外订单释放，收入增长动能逐步增强。2020 年收入 7.26 亿元 (YoY-7.5%)，受行业投资放缓及海外项目推迟影响承压；2021 年恢复至 7.75 亿元 (YoY+6.8%)，国内油气勘探开发回暖带动钻采设备与测井需求回升；2022 年降至 6.04 亿元 (YoY-22.1%)，主因外部因素影响收入承压；2023 年重回增长至 7.44 亿元 (YoY+23.1%)，受益于国内“三桶油”资本开支扩张、“深地工程”推进及海外科威特市场正式突破；2024 年为 7.33 亿元 (YoY-1.4%)，尽管行业竞争加剧，但高端装备占比提升与产品结构优化对冲部分压力；2025 年前三季度收入达 5.68 亿元 (YoY+14.5%)，海外订单饱满推动增长延续。

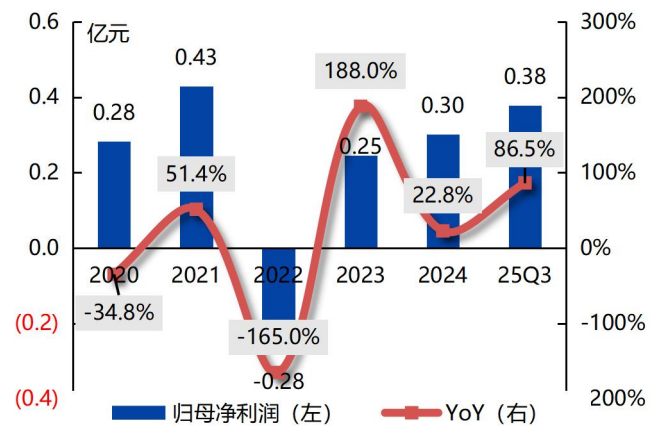
随订单恢复与成本效率改善，固定费用持续摊薄，公司盈利能力逐渐增强。2020 年归母净利润 0.28 亿元 (YoY-34.8%)，主要受信用减值和资产减值拖累；2021 年升至 0.43 亿元 (YoY+51.4%)，得益于收入恢复与成本管控改善；2022 年受宏观政策调控及成品油市场需求减少等因素影响，公司亏损 0.28 亿元；2023 年重新盈利至 0.25 亿元 (YoY+188.0%)，毛利率修复与精益降本为主要驱动；2024 年增至 0.30 亿元 (YoY+22.8%)，毛利率提升至 35.4%，政府补助与理财收益进一步增强利润韧性；2025 年前三季度实现 0.38 亿元 (YoY+86.5%)，随着海外订单增长与成本效率改善，盈利能力持续增强。

图表 10：2020-25Q3 公司营业收入及 YoY



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 11：2020-25Q3 公司归母净利润及 YoY

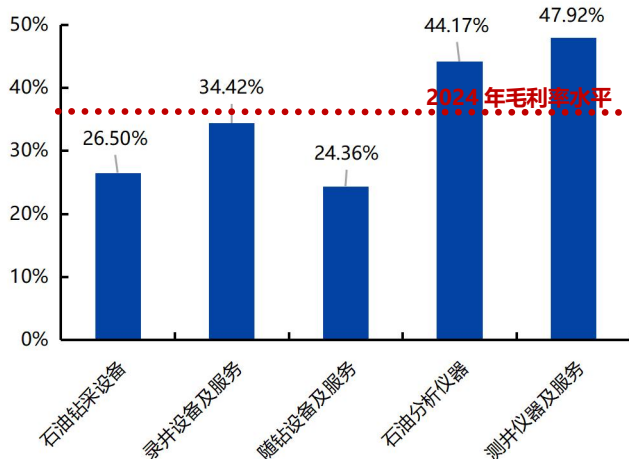


资料来源：Wind，爱建证券研究所

毛利率自 2022 年稳中向上，随着产品组合升级和海外业务扩张，毛利率有望持续改善。2020 年在海外扩张与原材料上涨压力下仍维持在 35.7%；2021-2022 年受成本攀升与产能利用率下滑影响短暂承压。2023 年随着录井、测井等高毛利精密仪器占比提升，毛利率回升至 32.7%；随着产品组合升级与出海，公司盈利能力提升，2024 年进一步升至 35.4%，2025Q3 达到 36.4%。

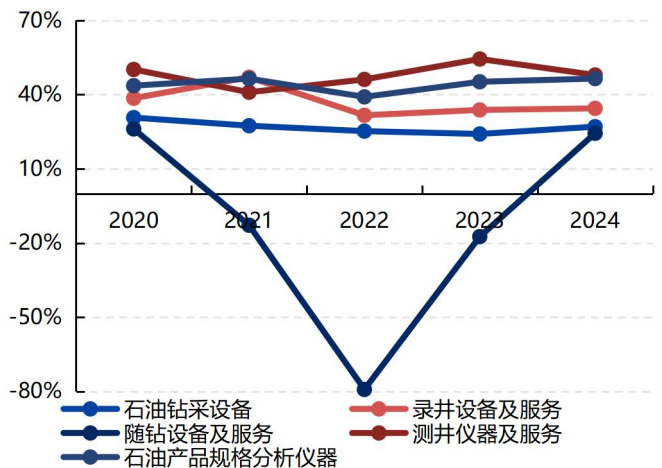
公司各类产品毛利率水平分层较明显。测井仪器及服务与石油分析仪器毛利率分别为 47.92% 和 44.17%，相对高于公司综合毛利率水平；录井设备及服务毛利率为 34.42%，石油钻采设备与随钻设备毛利率分别为 26.50% 和 24.36%，相对低于公司综合毛利率水平。

图表 12：2024 年公司分产品毛利率水平



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

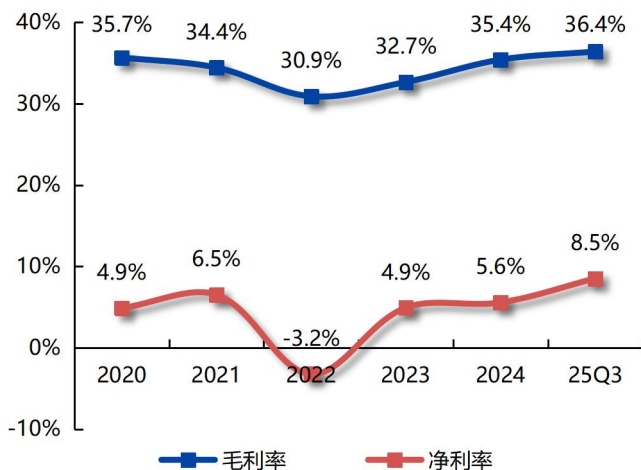
图表 13：2020-2024 年公司分产品毛利率



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

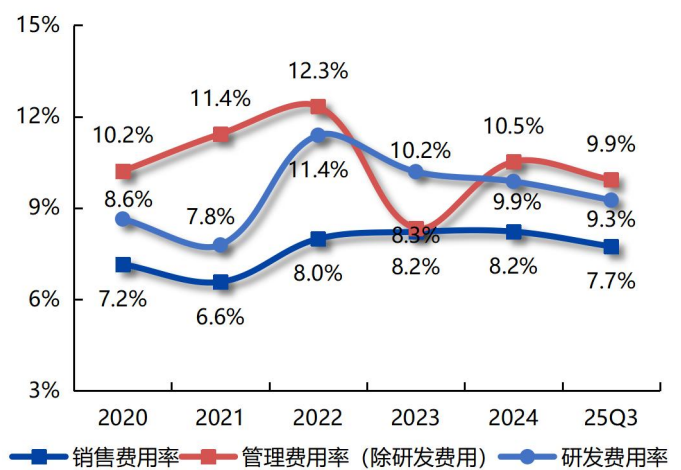
随规模效应逐步显现，公司费用端整体呈优化趋势。销售费用率方面，2020-2021 年由 7.2% 降至 6.6%，随后在 2022 年阶段性回升至 8.0%，2023-2024 年维持在 8.2% 左右，25Q3 回落至 7.7%，反映渠道协同与项目执行效率提升后，费用投入强度趋于理性。管理费用率（不含研发）整体保持在 10%-12% 区间，2022 年受组织扩张及管理投入加大影响升至 12.3%，随后随内部管理效率改善逐步回落，25Q3 降至 9.9%。研发费用率近两年稳定在约 9%-10% 区间，公司持续深井工况装备及数字化油服平台等方向投入研发，有望为高端装备国产化突破提供技术支撑。

图表 14：2020-25Q3 公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 15：2020-25Q3 公司销售、管理及研发费用率



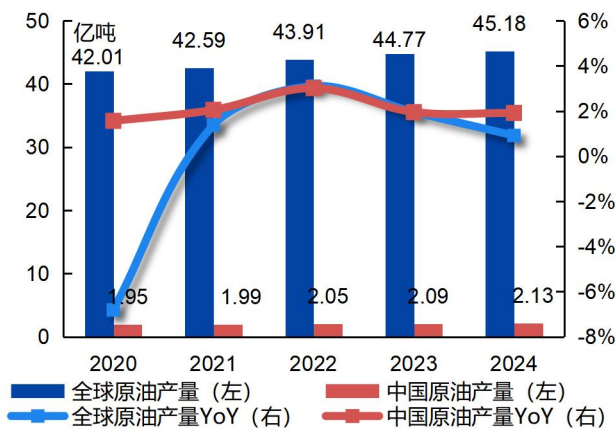
资料来源：Wind，爱建证券研究所

2. 油气增量提升装备要求，国产化与出海打开新空间

2.1 中国油气产量增速快于全球，海洋与非常规增量持续扩大

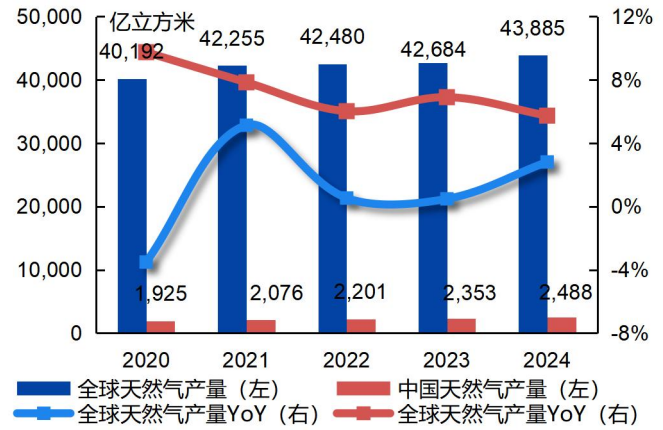
全球油气供给稳步提升，中国油气产量增速快于全球。2020–2024 年期间，全球原油产量由 42.0 亿吨增至 45.2 亿吨，年均增速约 1.8%；中国石油产量由 1.95 亿吨提升至 2.13 亿吨，年均增速约 2.2%，明显高于全球平均水平。同期，全球天然气产量由 4.0 万亿立方米增至 4.4 万亿立方米，年均复合增速约 2.2%，而中国天然气产量由 1,925 亿立方米增至 2,488 亿立方米，年均增速约 6.6%，显著高于全球。

图表 16: 2020-2024 年全球原油及中国原油产量及 YoY



资料来源:《中石油经研院能源数据手册(2025 年)》，公司公告，爱建证券研究所

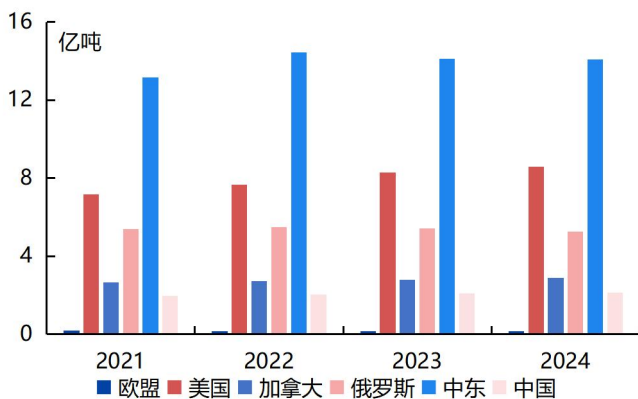
图表 17: 2020-2024 年全球及中国天然气产量及 YoY



资料来源:《中石油经研院能源数据手册(2025 年)》，公司公告，爱建证券研究所

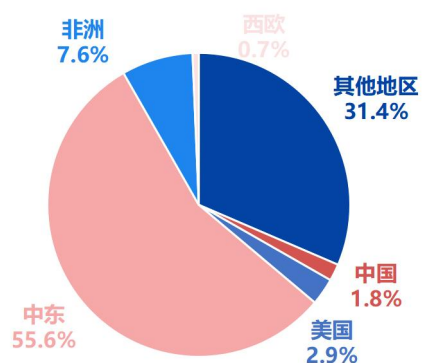
全球储量格局决定我国必须持续提升自主油气供给。2024 年，中东占全球石油探明储量的 55.6%，中国仅约 1.8%。在需求增长与外部依赖度较高的背景下，提升产能已成为中国能源安全重点。我国正加速由浅层常规向深层、非常规与深海资源转移，页岩油气、致密油气和深海油气成为增储上产的核心方向。

图表 18: 2021-2024 年全球分地区石油产量 (部分)



资料来源: EIA, 国家统计局, 爱建证券研究所

图表 19: 2024 年全球石油探明储量分布

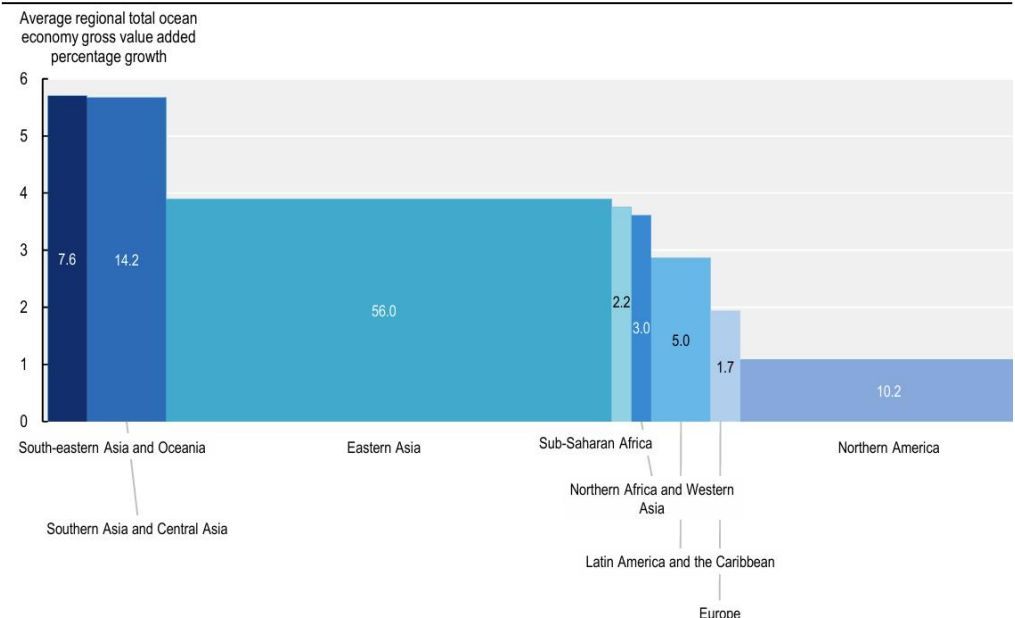


资料来源: OPEC, Wind, 爱建证券研究所

海洋蕴藏着极为丰富的油气资源，深海资源开发仍处早期阶段。全球约 70%的油气资源分布于海洋，其中深水区占比达 44%，具备单井产量高、品质优、低碳环保等优势。随着陆上油气储量递减、开发成本上升，油气开发正由陆地向海洋尤其是深海转移。2024 年全球海洋油气勘探投资规模达 2,096 亿美元，年均复合增速约 11%，深水区贡献超过 40%新增可采储量。未来 10–20 年，全球约一半油气产量将来自海上，其中深水占比 35%。

深海资源整体开发仍处早期阶段，全球深水区贡献的新采储量占比不足一半。**从区域看，深海资源开发正加速向东亚沿海国家集中。**根据 OECD，全球超过 75% 的海洋经济增量来自亚太地区，其中 56%由东亚贡献。中国在深海装备、海洋能源开发领域优势显著，正主导下一阶段“深海经济”扩张。随我国海洋原油与天然气产量持续增长，海洋能源正成为油气供给增长关键来源。

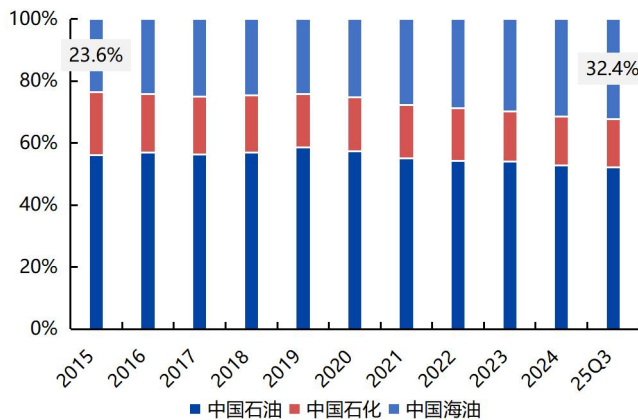
图表 20：全球海洋经济东亚国家贡献超 56%的增长



资料来源：《Ocean Economy Monitor (2025)》，爱建证券研究所

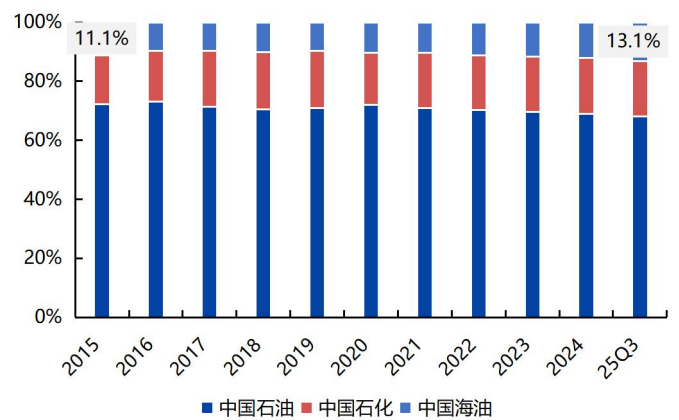
中国海上产能正逐步成为国内油气增量的重要来源。近年来，中国海油在“三桶油”中的产量占比持续提升——原油占比由 2015 年的 23.6%上升至 2025 年 Q3 的 32.4%，天然气占比则由 11.1%增至 13.1%。这一趋势背后，是近海与深水项目的集中投产与产能爬坡，包括珠江口、渤海多油田群开发以及深海天然气项目的加速释放。陆上老区以稳产为主，边际增量有限，使得中国海油在总体结构中的占比不断抬升。展望未来，随着深水和超深水气田、渤海及珠江口一批二次开发与回接项目的持续推进，海洋资源将成为国内油气供给的关键增量来源，中国海油产量份额仍有进一步上行空间。

图表 21: 2015-2025 年“三桶油”原油产量比例



资料来源: 上市公司公告, Wind, 爱建证券研究所

图表 22: 2015-2025 年“三桶油”天然气产量比例

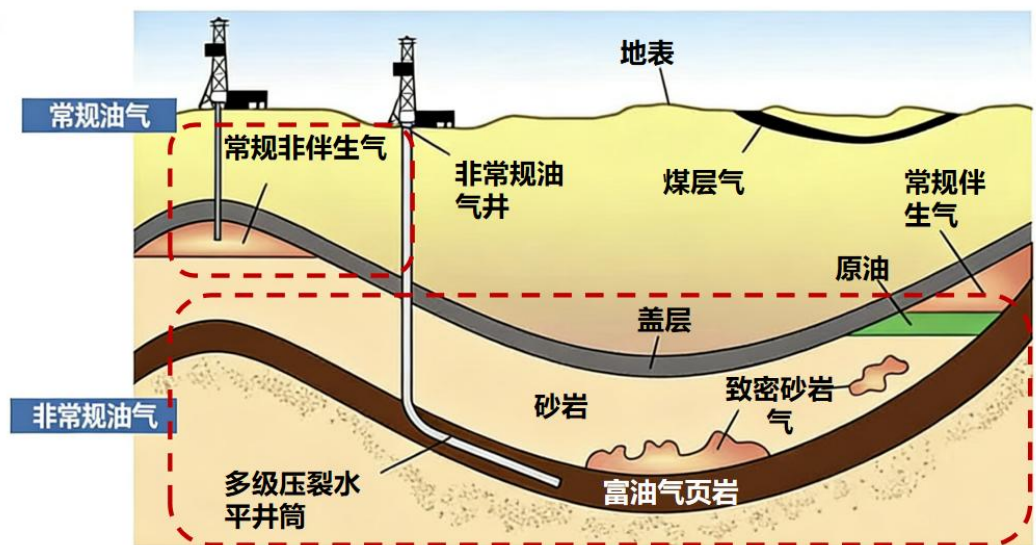


资料来源: 上市公司公告, Wind, 爱建证券研究所

中国油气产量增长的主体仍以常规资源为基础, 但非常规油气的增量贡献持续扩大。

非常规油气是相对于“常规油气资源”而言的概念, 指那些赋存在非传统储层中、需要依靠压裂、水平井、多段开发等特殊技术才能开采, 典型类型包括页岩油气、致密油气与煤层气等。

图表 23: 常规资源靠“通道”, 非常规资源靠“技术”与“装备”



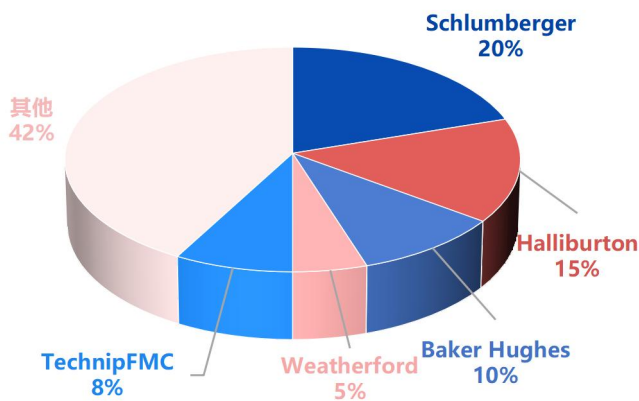
资料来源: EIA, 爱建证券研究所

2.2 油服竞争格局稳定，细分龙头机遇在新兴领域

全球油服设备行业呈现高度集中的寡头竞争格局。根据头豹产业研究院，2023 年，Schlumberger（斯伦贝谢）、Halliburton（哈里伯顿）、Baker Hughes（贝克休斯）、TechnipFMC（德希尼布 FMC）及 Weatherford（威德福）等国际油服企业合计占据全球市场近六成份额。油企对技术能力、工程经验及油服供应商准入资质要求极高，形成显著进入壁垒，行业格局整体较为稳定。

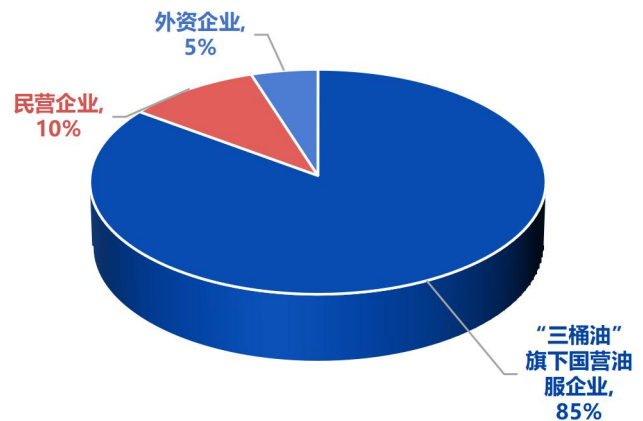
中国市场则以“三桶油”旗下油服企业为主，根据华经产业研究院，“三桶油”旗下油服企业在中国油服市场占比约 85%，民营与外资企业分别仅占 10%和 5%。在传统陆地浅井和浅海油井方面，行业整体竞争激烈，利润普遍较低；而深海和深地油服市场，以及石油数字化解决方案的新兴市场，尚且处于蓝海阶段。

图表 24：2023 年全球油服市场竞争格局



资料来源：头豹产业研究院，爱建证券研究所

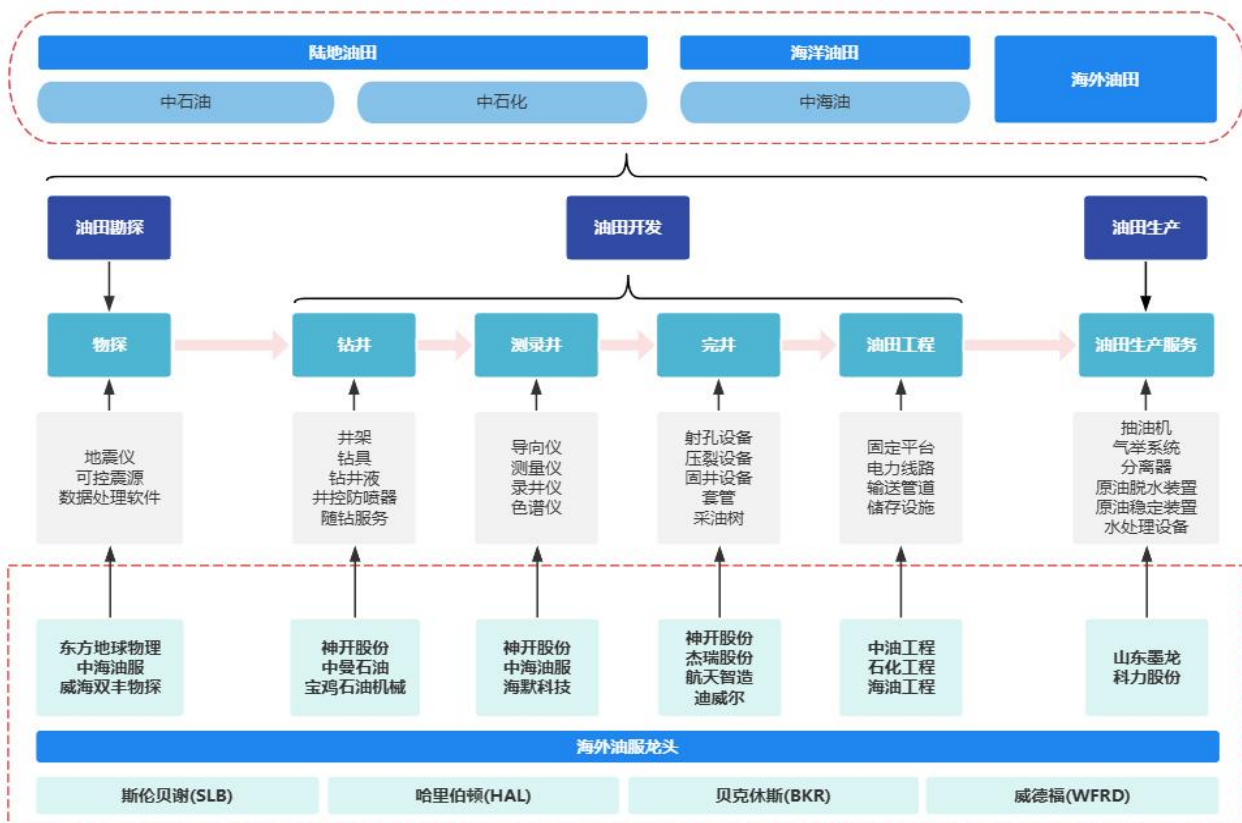
图表 25：2024 年中国油服市场竞争格局



资料来源：头豹产业研究院，爱建证券研究所

中国油服覆盖油气产业链全流程，但各环节分工并不均衡，技术门槛与产业集中度存在明显分化。常规陆上油气领域竞争主体众多，宝石机械、中石化石油机械、中曼石油等在钻修井装备方面具备规模优势；深海领域仍以海油工程、中海油田服务以及国际海工企业为核心，产业集中度较高；浅海及浅井工况由海油井服、博迈科等海工平台类企业占据主导；而在深层、超深层陆上工况中，技术门槛显著高于常规油气，市场主要由中石化石油机械、神开股份等高端钻修井装备厂商布局。

图表 26：油气勘探开发全流程产业链示意：核心设备、服务与主要参与者



资料来源：QYResearch，TBRC，爱建证券研究所

图表 27：全球油气工程技术服务和设备制造环节核心厂商

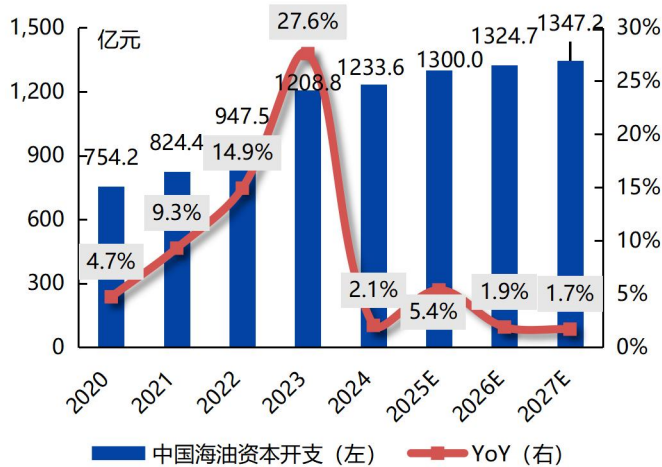
类别	分类	主要服务/设备种类	主要企业
工程技术服务	水下工程服务	水下施工、IMR、水下回接、URF 等	斯伦贝谢、贝克休斯、Technip FMC、中海油服等
	地震勘探服务	陆上地震勘探、水下地震勘探、3D 与 4D 地震勘测服务等	斯伦贝谢、东方地球物理勘探公司(BGP)、Sercel 等
	钻井服务	钻机、定向钻井、钻井液服务、控压钻井	斯伦贝谢、威福德、哈里伯顿、贝克休斯等
	修井完井服务	完井服务、油井干预、增产、堵漏和废弃	哈利伯顿、普雷斯科特钻井、贝克休斯、威福德等
	加工和分离服务	油气加工、天然气净化、水处理、分离技术	ACS Manufacturing、Amacs、Andritz Group 等
	其他服务	储层评估、生产优化、设备租赁和维护、工程项目管理服务	斯伦贝谢、贝克休斯、哈里伯顿等
设备制造	勘探与测井设备	综合录井仪	斯伦贝谢、贝克休斯、哈里伯顿、中石油、威福德等
	钻井设备	钻井仪表、防喷器等	斯伦贝谢、贝克休斯、哈里伯顿、国际海洋工程公司、神开股份等
	完井和生产设备	井口装置、采油树等	斯伦贝谢、贝克休斯、阿克、Technip FMC、神开股份等
	加工和化验设备	汽油辛烷值测定仪	Shatox、Koehler Instrument、Zeltex 等

资料来源：QYResearch，TBRC，爱建证券研究所

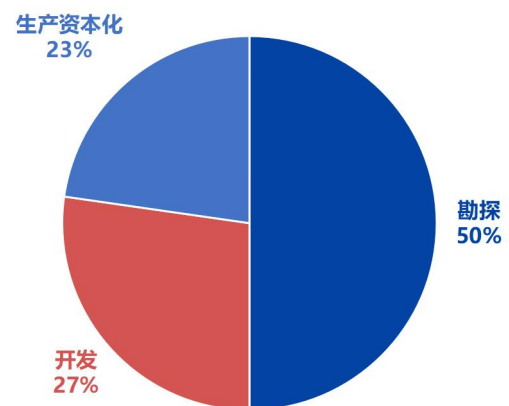
2.3 海洋与非常规油气资源装备价值量提升打开增量空间

海洋：中国海油资本开支总量趋稳，投资重心有望向深水资源倾斜。根据中国海油披露数据，2020–2023 年公司资本开支由约 754 亿元提升至 1,208.8 亿元，2023 年同比增速达到 27.6%，主因“十四五”前半段中国海油围绕增储上产、海上油气开发持续加大投入。展望 2024–2027 年，中国海油资本开支预计将维持 1,230–1,350 亿元区间，投资总额保持相对稳定。从投资结构看，2025 年资本开支中勘探支出占比约 50%，开发及生产资本化分别占 27% 和 23%，资本配置有望持续向上游勘探资源倾斜，在控制资本强度的同时支撑中长期产量与成本竞争力提升。

图表 28：2020-2027E 中国海油资本开支及 YoY



图表 29：2025 年中国海油资本开支各板块占比



资料来源：中国海油，Rigzone，Wind，爱建证券研究所测算

资料来源：中国海油，Rigzone，爱建证券研究所

图表 30：2024 年中国海油重点开采项目，94%产量来自海上油田

区域	项目名称	主要生产设施	高峰产量 (桶油当量/天)	中国海油权益
中国海域	渤中 19-6 气田 13-2 区块 5 井区开发	未披露	5,800	100%
	埕中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整开发	2 座中心处理平台、2 座井口平台	30,300	100%
	埕中 36-2 油田 36-2 区块开发	未披露	9,700	100%
	渤中 19-2 油田开发	1 座中心处理平台、4 座井口平台	18,800	100%
	恩平 21-4 油田开发	未披露	5,300	100%
	流花 11-1/4 油田二次开发	未披露	19,200	100%
	惠州 26-6 油田群开发	1 座钻采综合处理平台	20,600	100%
	乌石 23-5 油田群开发	未披露	18,400	100%
	“深海一号”二期天然气开发	3 个集中式水下井口、1 座固定式平台	27,500	100%
中国陆上	临汾深层煤层气勘探开发示范	未披露	11,100	100%
	神府深层煤层气勘探开发示范	1 座增压站、1 座集气站	11,000	100%
海外	巴西 Mero 3	1 艘 FPSO、1 套水下生产系统	180,000	10%
	加拿大长湖西北	未披露	8,200	100%

资料来源：中国海油 2024 年报，爱建证券研究所

深海单井的完井与开发成本远高于浅海，根据海外经验：整体投资强度约为浅海的 6–7 倍。以墨西哥湾为例，深海钻井成本占比由浅海的 5.2% 升至 8.9%，完井由 5.4%

提升至 10.1%，海底设备及相关设施在深海达到 18.2%，明显高于浅海的 12.5%。深海作业对导向、测量、射孔、压裂、海底采油树及控制系统等高端装备的依赖度大幅提升，整体工程复杂度和技术门槛显著抬升。随着全球油气开发重心向深水、超深水推进，高技术含量的钻完井设备与海底工程将持续受益，产业价值量在深海场景进一步放大。

图表 31：以墨西哥湾为例，不同开采场景下的完井资本开支结构（浅海 vs 深海）

单位：亿美元	浅海	%	深海	%
勘探	46.50	3.4%	322.30	3.6%
评估	33.30	2.5%	269.10	3.0%
海底设备	8.00	0.6%	356.50	4.0%
钻前	2.70	0.2%	16.00	0.2%
设计	32.50	2.4%	160.00	1.8%
钻井	70.20	5.2%	783.60	8.9%
完井	72.40	5.4%	891.50	10.1%
管道	39.50	2.9%	412.30	4.7%
立管	0.50	0.0%	100.00	1.1%
相关设施	160.00	11.9%	1,255.00	14.2%
安装	47.30	3.5%	450.00	5.1%
运营	576.50	42.7%	2,470.50	27.9%
回填	117.80	8.7%	984.50	11.1%
废弃	142.50	10.6%	370.00	4.2%
总计	1,349.70	100.0%	8,841.30	100.0%

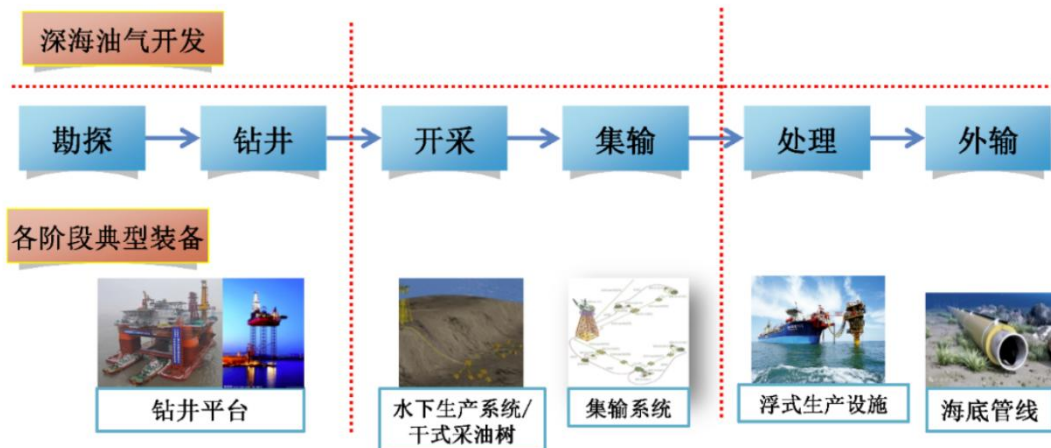
资料来源：Energy and Industrial Advisory Partners，爱建证券研究所

注：标红部分为公司可深度参与环节

深海油气生产系统是一套复杂的海底工程体系，从海洋油气开发的流程来看主要分为**勘探——钻井——开采——处理——外输**，每个环节对应了不同的油气装备。

- 1) **水下井口装置与井下安全阀**：位于油气生产系统的最前端，负责连接井筒与海底平台，实现井口启闭与压力控制，并防止井喷等极端事故。
- 2) **水下采油树与高压密封组件**：采油树是核心控制节点，用于调节井口油气流量并实现远程控制；密封组件保证在深海高压、高腐蚀环境下系统的密闭性与安全性。
- 3) **脐带缆与海底电缆系统**：承担电力、液压与信号传输任务，连接海底装置与海面平台。
- 4) **地震勘探与监测系统**：用于识别海底地质结构和油气储层分布，为开发方案设计与安全运行提供关键数据支持。
- 5) **碳封存与注采系统**：在油气开采后期，通过注入二氧化碳等流体维持储层压力、提高采收率，并实现碳封存，兼顾能源开发与环境保护。

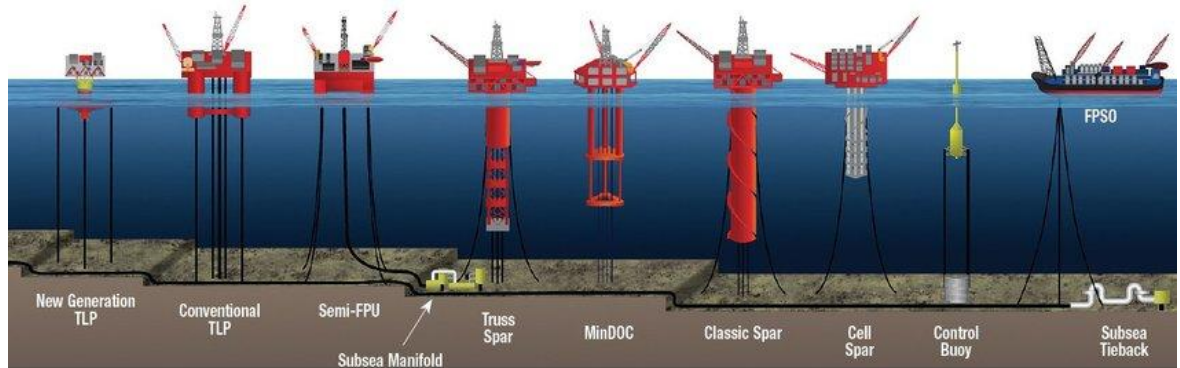
图表 32：水下油气勘探关键装备



资料来源：中国船级社，爱建证券研究所

海洋油气装备按空间位置划分为平台上装备（海上）与海底装备（海下），并可进一步按作业水深区分为浅水与深水。浅水开发以平台上装备为主，技术体系相对成熟，国产化进程进展显著；深水油气开发则依赖海底采油树、海底管汇、海底泵等关键海下系统，技术门槛高于浅水领域，国产化水平仍处于起步阶段，提升空间广阔。

图表 33：水下油气生产关键装备



资料来源：ResearchGate，中国船级社，爱建证券研究所

陆上：与常规油气相比，非常规油气开采难度更高、技术依赖更强，对钻采设备、压裂装备及随钻测量、地质导向系统等上游技术装备提出更高要求。美国“页岩革命”推动非常规油气成为全球重要能源增量，而中国自“十三五”以来加快追赶步伐，形成四川盆地页岩气、鄂尔多斯盆地致密气、松辽盆地页岩油“三足鼎立”格局。伴随“十四五”期间勘探投资加大与重点盆地规模化产能建设推进，页岩气产量连续多年保持两位数增长，已成为国内天然气增量的主要来源，并带动上游油服装备市场持续扩容。

图表 34：常规与非常规油气作业装备对比

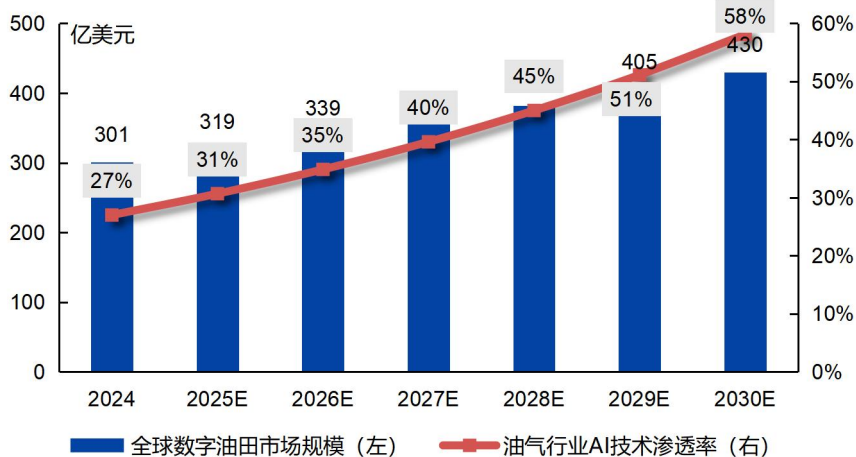
对比维度	常规油气	非常规油气
钻井设备	采用竖井钻机，井深较浅、井径单一	需大功率钻机与水平井钻进系统，井深大、轨迹复杂
压裂系统	通常不需或仅轻度压裂	依赖多级水力压裂系统（高压泵、压裂管汇、支撑剂注入系统）进行储层改造
测控导向	基本依靠常规测井与人工控制	需随钻测量（MWD/LWD）、地质导向与实时监测系统实现精准导向
采油方式	利用地层天然压力或抽油机实现采出	采用高压抽采系统、智能井口与远程监控装置维持产能
配套装备	井口装置、防喷器、油管系统等标准化装备	高压防喷器、节流压井管汇、井口监控系统、压裂车组、混砂/供液系统等
技术特征	储层高渗透，对复杂装备依赖低	储层低孔低渗、高压高温，需精密装备与综合工程技术支持

资料来源：不列颠哥伦比亚省政府：《Conventional versus Unconventional Oil and Gas》，爱建证券研究所

2.4 中东油服准入标准严苛，AI 浪潮带来中国油服公司新机遇

AI 在油气勘探、开发及运维等核心环节加速渗透，是由油企运营效率提升需求驱动的可持续渗透型增长业务，对油价及油企资本开支依赖度相对较低。AI 应用深化，数字油田解决方案的价值密度与服务单价持续提升，有望为油服企业打开中长期成长空间。根据 Fortune Business Insights，全球数字油田市场规模预计将由 2024 年的 301 亿美元稳步增长至 2030 年的 430 亿美元，CAGR 为 6.1%；同时，油气行业 AI 技术渗透率有望由 2024 年的约 27% 提升至 2030 年的约 58%，呈现持续爬坡态势。

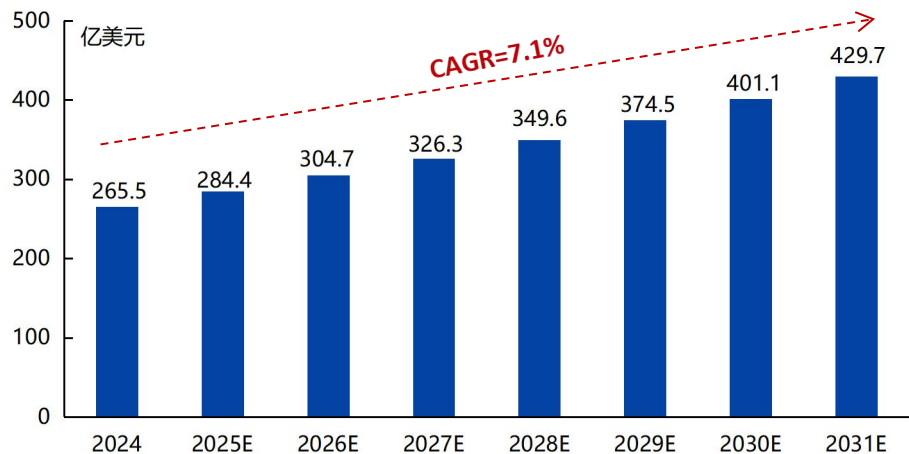
图表 35：全球油气行业人工智能市场规模及 AI 技术渗透率



资料来源：Fortune Business Insights，神开股份公司公告，爱建证券研究所

中东油田服务市场指为该地区油气资源的勘探、钻井、开发与生产运维提供工程技术、装备与专业服务的产业体系，涵盖地震物探、钻完井工程、油藏工程、修井增产以及油气生产保障等全流程环节。受益于中东大型国家长期稳定的油气投资计划以及新增产能建设需求的持续释放，根据 Verified Market Research，2024 年中东油田服务市场规模已超过 265.5 亿美元；随着深井、非常规及海上油气项目的推进，预计到 2031 年市场将扩大至约 429.7 亿美元，对应 2024–2031 年复合增速约 7.1%。

图表 36: 2024-2031E 中东油服设备市场规模



资料来源: Verified Market Research, 爱建证券研究所

从竞争格局看, 中东数字化油服市场分层明显。第一梯队仍由国际油服巨头主导, SLB、Halliburton、Baker Hughes 在油藏—钻完井—生产一体化平台、复杂工况交付与长期客户绑定方面具备显著优势; 2) 第二梯队则以国家石油公司主导的本地数字平台及合资公司、区域工程服务商为主, 典型如 ADNOC 体系下与 G42 合资的 AIQ, 其核心在于数据主权、平台控制与本地生态构建。

图表 37: 中东数字化油服参与者及其主要覆盖环节 (不完全统计)

油气开发环节	斯伦贝谢 (SLB)	哈里伯顿 (Halliburton)	贝克休斯 (Baker Hughes)	阿布扎比国家石油公司 (ADNOC)
物探	√	√	√	√
钻井 / 完井	√	√	√	√
测井 / 录井	√	√	√	平台整合 / 多供应商
固井	√	√	√	标准制定 / 外包
油田生产	√	√	√	√
运输	√	√	√	√

资料来源: 中东石油观察公众号, 爱建证券研究所

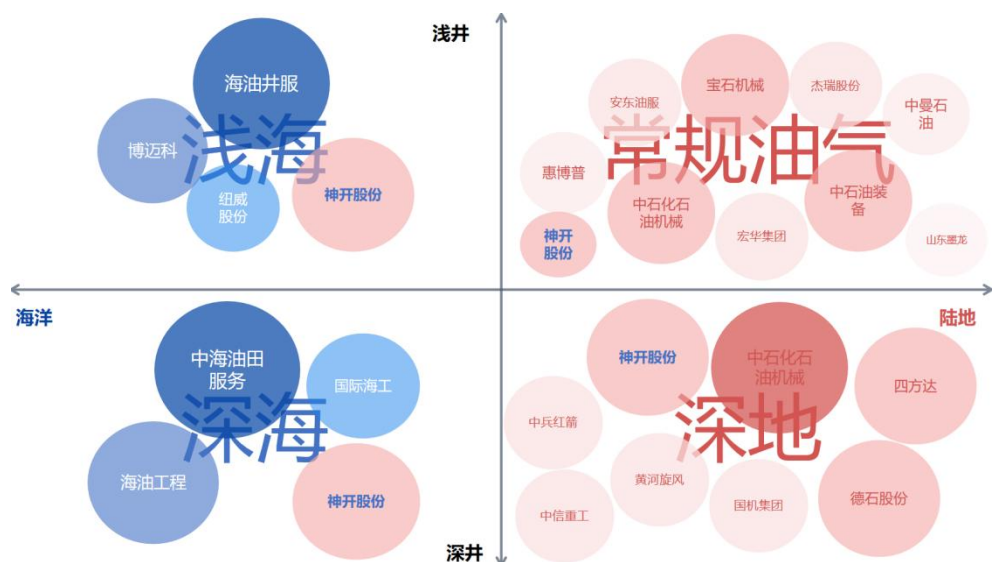
中国数字化油服整套方案在算法能力、性价比与模块化交付方面的竞争力持续增强。中东油公司在数字化平台建设 with 系统集成阶段通常面临较高的初始化投入与持续运维成本, 对外部成熟解决方案的开放度相对较高。在此背景下, 伴随中国 AI 能力与工业软件工程化水平的快速提升, 中国厂商有望通过“模块替换、局部切入”的方式嵌入既有平台体系, 逐步参与随钻、录井及井场数字化等应用场景, 未来在中东市场的渗透率具备结构性提升空间。

3. 公司深度受益海工装备国产化与 AI 数字化浪潮

我们认为，公司聚焦高壁垒细分领域核心优势明确，具备国产替代与海外突破潜力。

1) **技术方面**，公司深耕录井、测井、定向井与地质导向一体化装备及工程服务，掌握自主可控的井控、井口及高压装备核心技术，在深井、超深井、非常规及深海工况中形成显著壁垒。近年来，公司实现深海采油树、超高压防喷器组、深层录井系统等关键装备的国产化突破，成为国内少数能在深海及超高压环境下提供成套解决方案的企业。2) **市场方面**，公司凭借技术独立与系统集成优势，成为国内外油气公司“人无我有”的合作伙伴。公司已获得科威特 KOC、阿布扎比 ADNOC 等多国供应资质，并在中东、中亚等核心产油区建立本地化服务网络。

图表 38：中国油气开发不同工况下厂商定位，公司在深井方向优势显著、客户黏性强



资料来源：QYResearch，各公司官网，爱建证券研究所

注：图为定性示意，气泡位置及大小仅反映业务方向的相对特征，不代表投入规模或市占率，仅供参考

发展新机遇下空间怎么看？我们预计公司有望在 2027 年实现 4.4 亿元收入增量。 1)

海工装备国产替代：我们预计相关业务有望于 2027 年实现 3.2 亿元，2030 年实现 6.7 亿元增量空间。公司自 2015 年启动 1,500 米级水下采油树系统化研发，于 2019 年通过南海海试、2020 年起实现小批量交付，技术成果逐步商业化，在深水采油树与井口平台领域确立领先优势。2) **科威特数字化油服：**公司 AI 数字化油服解决方案收入增量有望 2027 年实现 1.2 亿元，2030 年实现 3.83 亿元增量空间。公司在科威特深耕多年，已形成本地化工程团队并建立稳定合作关系，有望逐步承接部分国际油服商数字化服务份额。

3.1 中国海油装备国产化提速，公司深海装备与维保优势凸显

公司在深海装备领域布局较早，技术体系有望进入成熟应用阶段。公司自 2015 年承担 1500 米水下采油树的系统化研发以来，公司完成核心模块设计与可靠性验证，并于 2019 年通过南海海试，2020 年起进入小批量交付，技术成果开始商业化落地。此后公司相继中标 MP15 无人井口平台、东方气田、“海基 1/2 号”等关键海工项目，在深水采油树和井口平台领域逐步确立领先地位。当前国内海工装备国产化率不足 15%，在自主可控与国产供应链强化趋势下，公司凭借十余年研发积累和工程化能力，有望在海工建设中加速提升市占率。

图表 39：神开股份深海装备发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，爱建证券研究所

图表 40：公司主要参与海工装备项目（部分）

项目名称	项目类型	开工/投产时间	运营商
恩平 15-1 油田群	海上智能油田群	2021 年 8 月开工，2023 年 9 月全面投产	中国海油
恩平 10-2 无人平台	海上无人值守平台	2022 年 7 月完成安装	中国海油
亚洲第一深水导管架平台“海基一号”	深水导管架平台	2020 年 3 月开工，2022 年 10 月投产	中国海油
“梦想”号大洋钻探船	超深水大洋科考钻探船	2021 年 11 月开工，2024 年 11 月入列	/

资料来源：公司公告，人民日报，中国通用机械工业协会，中国海洋发展基金会，中国能源报，新华网，爱建证券研究所

公司在海工装备业务上的空间怎么看？海工装备技术壁垒高、国产化起点低，水下设备放量过程中具备明确的国产替代弹性，**在中性假设下，公司海工装备业务收入空间有望由 2027 年的 3.5 亿元增长至 2030E 的 8.1 亿元，对应 CAGR 为 31.5%**。我们认为中国海油的资本开支有望朝国产化、深水化装备持续增长，公司海工装备的中长期增长空间明确可期。原因在于：中国海油是我国海上油气资源开发的核心主体，承担近海浅水到深水区块的勘探与运营，考虑国际局势不确定性增大的背景下，其资本开支将导向海上油气开发各环节国产化装备。

图表 41：2027E-2030E 公司海工装备业务空间测算（单位：亿元）

【海工装备】空间测算	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
深海装备业务总收入：①+②					3.5	4.9	6.4	8.1
YoY						37.1%	31.6%	26.0%
①增量业务：水下采油树								
中国海油 Capex(亿元)	1,208.8	1,233.6	1,300.0	1,324.7	1,347.2	1,372.9	1,402.2	1,435.8
“海洋平台+水下” 设备在 Capex 占比	35.0%							
“海洋平台+水下” 设备总投资额	423.1	431.8	455.0	463.6	471.5	480.5	490.8	502.5
海洋平台装备投资额								
（假设占总设备投资额比例=23%）	97.3	99.3	104.7	106.6	108.5	110.5	112.9	115.6
水下装备投资额								
（假设占总设备投资额比例=77%）	325.8	332.5	350.4	357.0	363.1	370.0	377.9	386.9
水下采油树投资额								
（假设占水下装备比例=29%）	94.5	96.4	101.6	103.5	105.3	107.3	109.6	112.2
水下采油树国产化率*公司市占率假设					3.0%	4.0%	5.0%	6.0%
神开水下采油树收入增量（亿元）					3.2	4.3	5.5	6.7
②存量业务：海工装备维保								
存量后市场规模（亿元）					195.0	216.9	274.9	333.8
维保市场空间（维保比例占存量 10%）					19.5	21.7	27.5	33.4
国产化维保企业渗透率					10%	12%	14%	16%
神开维保市场市占率					20%	22%	24%	25%
对应神开水下装备维保收入					0.4	0.6	0.9	1.3

资料来源：公司公告，中国海油，爱建证券研究所测算

注：上述测算基于假设情景推导，仅供参考

①海工装备方面，考虑公司水下采油树在蓝海市场的竞争优势，我们测算相关业务有望于 2027 年实现 3.2 亿元空间，2030 年实现 6.7 亿元空间，对应 CAGR 为 28.7%。

假设 1：基于工程投资经验，假设“海洋平台 + 水下”装备投资占海上油气 Capex 的 35%。

假设 2：受深水工况对耐高温、高压及抗腐蚀性能要求显著提升影响，典型深水项目中水下装备投入占比较高，假设水下装备投资占装备投资的 77%，海洋平台装备投资占 23%。

假设 3：当前水下采油树国产化率仅 10%，考虑深水采油树长期依赖进口带来的供应安全风险，国产替代必要性持续增强，中性假设行业国产化率于 2027-2030 年由 12% 提升至 24%。

假设 4：鉴于具备工程化能力的有效竞争主体稀缺，我们认为率先完成验证并进入业主主供方体系的企业有望优先受益，中性假设公司可获得约 25% 的市场份额。

图表 42：水下采油树国产化率*公司市占率分析（单位：亿元）

水下装备国产化率*公司市占率分析			水下装备国产化率			
			2027E	2028E	2029E	2030E
			12%	16%	20%	24%
神开股份市占率	悲观	20%	2.5	3.4	4.4	5.4
	中性	25%	3.2	4.3	5.5	6.7
	乐观	30%	3.8	5.2	6.6	8.1

资料来源：爱建证券研究所测算

注：上述测算基于假设情景推导，仅供参考

②维保业务方面：海工装备长期运行于高机械密度、强腐蚀工况，对检修与维护依赖度较高，随着海工装备增量逐年增加，维保存量市场规模有望逐步放大。公司海工装备维保业务收入有望由 2027 年 0.4 亿元空间增至 2030 年 1.3 亿元空间，对应 CAGR 为 50.7%。

假设 1：基于我们国内海工装备增长测算，我们假设 2027–2030 年存量市场规模分别为 195.0 / 216.9 / 274.9 / 333.8 亿元，对应年均复合增长率为 19.6%。

假设 2：假设年度维保投入占存量规模的 10%，维保市场规模有望自 2027 年 19.5 亿元增至 2030 年 33.4 亿元。

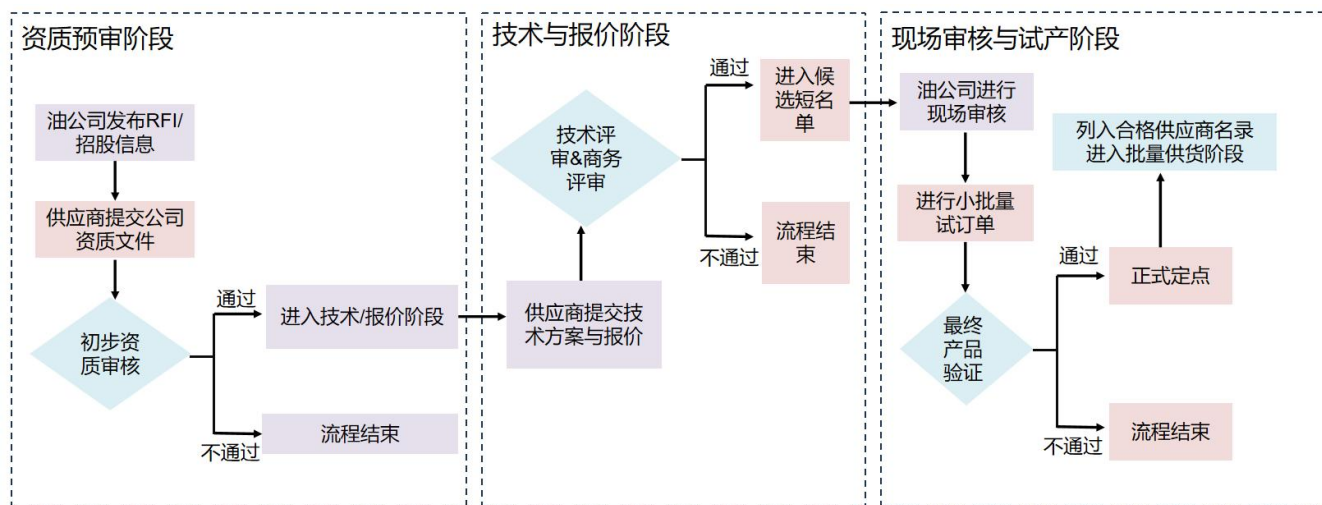
假设 3：考虑维保业务具有较强原厂属性，我们假设国产化维保企业渗透率由 2027 年的 10% 提升至 2030 年的 16%。

假设 4：鉴于具备水下采油树深厚工程经验的竞争主体相对稀缺，我们认为公司市占率有望自 2027 年 20%稳步提升至 2030 年的 25%。

3.2 油企 AI 数字化浪潮带动公司海外油服商业模式升级

大型油服企业普遍采取严格的供应商准入体系，潜在供应商需在进入正式招标和批量采购环节之前通过“预认证/预审”流程。以 ADNOC 中东头部油企业为例，公司要求供应商首先完成注册并提交全套资质材料，经由油服公司进行初步资质审核后，方可进入技术与商务评价阶段。在这一阶段，供应商需提交详尽的技术方案与报价，并接受多轮技术评审和商务比对；仅有通过评审的企业才能被纳入候选短名单。进入候选名单后，油服公司会进一步开展现场审查，并安排小批量试订单，用以验证产品在实际工况下的可靠性与一致性。只有在最终产品验证通过后，供应商才能被列入正式的合格供应商名录，进入批量供货阶段。整体流程从注册、资料审核，到现场试产和最终定点，通常耗时数月乃至数年，周期长、环节多，体现出中东核心油服企业对供应链质量、稳定性与安全性的严格要求。

图表 43：中东油企业对于油服供应商的认证流程



资料来源：ADNOC，EIA，KUNA，安意信和 MBG，爱建证券研究所

神开股份依托在美国、迪拜、科威特、委内瑞拉等地的本地化布局，形成覆盖中东、中亚与美洲的境内外协同网络，通过直销模式贴近客户需求、缩短服务链路并提升项目响应效率。公司以迪拜为支点深度切入中东核心市场，自 2016 年进入科威特以来持续取得突破，先后中标 KOC 浅井录井服务项目并获得 10Kpsi 井控产品入网资质，进入当地深井与高压井场景，区域影响力稳步提升。同时，公司正筹建哈萨克斯坦子公司，进一步加强对环里海国家的覆盖能力。“配套出海”策略亦助力公司进入多国油气客户体系，2024 年境外收入占比达 21.91%，且毛利率显著高于国内，在中东与中亚的本地化运营体系初具规模，为后续海外业务扩张奠定良好基础。

图表 44：神开股份境外主要合作项目及重大事项（不完全统计）

地区	合作情况 / 重大事项
/	获得国际油服巨头 Halliburton（哈里伯顿）产品采购订单，订单金额 1,740 万元
科威特	中标中油测井国际公司科威特项目，完成声波成像仪器采购，合同金额 1,356 万元。
科威特	与科威特国家石油公司（KOC）签署“5+1”浅井录井合同，合同额约 2 亿元； 2023 年获得 KOC 井控设备供货资质，正式进入科威特市场。
非洲	海外事业部中标并成功签订非洲地区井口采油树合同，合同金额 2,000 万元。
塔吉克斯坦	向国家油公司（OJSC）交付油田检测实验室设备，实现当地首个项目落地。
韩国	完成 Saybolt 恒定流量仪首单出口，实现该类仪器首次应用于国际市场。
伊拉克	完成 PILS-X 油套管大位移测井系统海外首秀，顺利实施 EB5H1-X 井任务。

资料来源：公司公告，公司官网，爱建证券研究所

图表 45：神开在中东地区设备服务现场



资料来源：神开股份官网，爱建证券研究所

图表 46：神开与科威特石油公司（KOC）审核现场

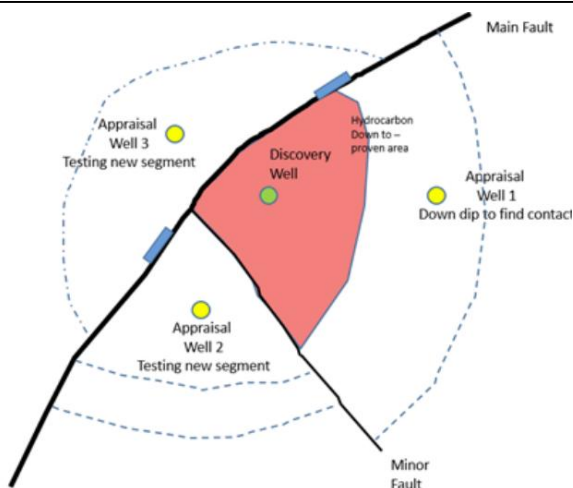


资料来源：神开股份官网，爱建证券研究所

结构上，钻井主要分为勘探井与生产井，两者在作业目的、流程复杂度及成本结构上存在显著差异，对应的数字化油服方案价值量亦呈现分化特征。

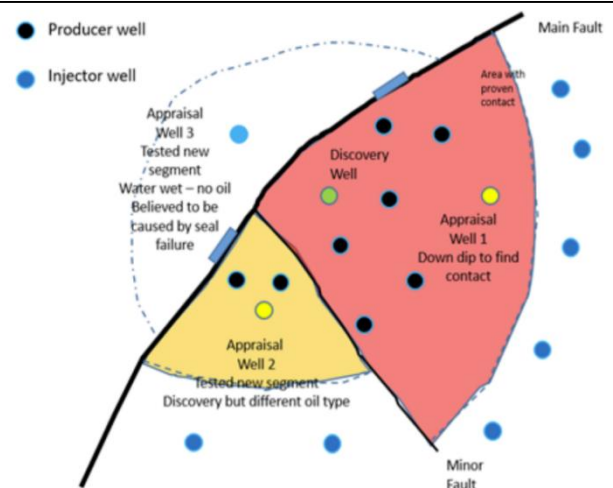
- 1) **勘探井**主要承担油藏识别与区块评价功能，地质不确定性高、数据采集与解释要求复杂，单井投资规模通常达数千万元，油服费用约占总投资的 10% 左右，对应单井数字化油服价值量可达数百万元人民币。
- 2) **生产井**是在油藏确认后围绕已探明区块规模化部署，作业流程更为标准化、复杂度明显降低，其单井投资成本通常约为勘探井的 1/10，对应数字化油服方案价值量同步下降至约几十万元人民币量级水平。

图表 47：以勘探井为核心的多井生产井网示意图



资料来源：《Technical Guidance for Petroleum Exploration and Production plans》，爱建证券研究所

图表 48：勘探井验证油藏后，可在周边部署多口生产井

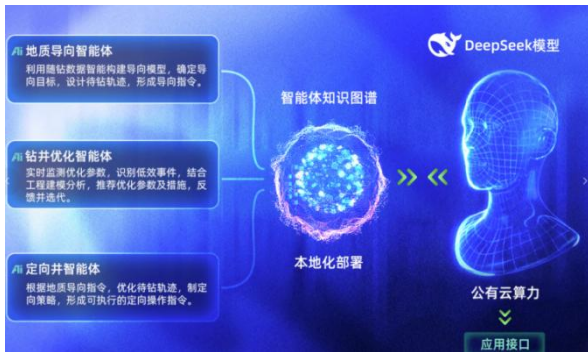


资料来源：《Technical Guidance for Petroleum Exploration and Production plans》，爱建证券研究所

公司积极拥抱 AI 技术，智慧井场方案带动商业模式升级。公司收购 AI 创新企业蓝海智信，提出“智慧井场——AI 数字化智慧井场综合解决方案”战略布局，制定了“远程录井-定测录一体化-人工智能辅助决策-智慧井场”数字化战略，已在国

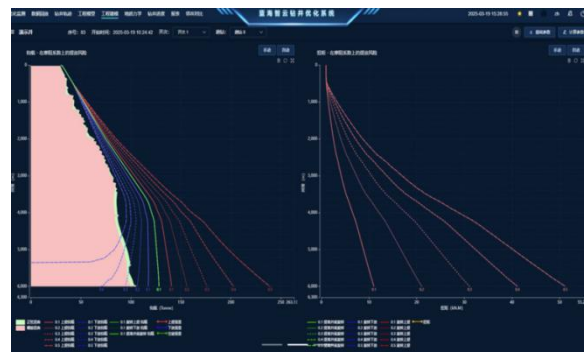
内部分油田得到应用，并成功推广到科威特、阿塞拜疆、尼日利亚等海外市场。

图表 49: DeepDrilling Agent 随钻混合智能体



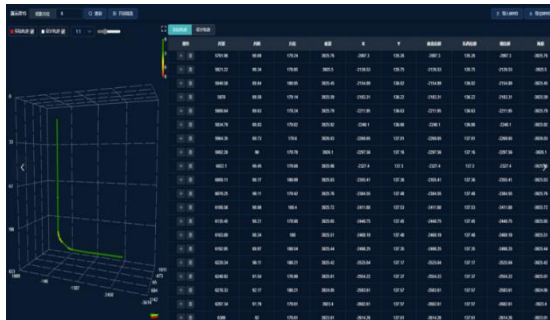
资料来源：蓝海智信官网，爱建证券研究所

图表 50: Drill Pro 蓝海智钻 钻井优化系统



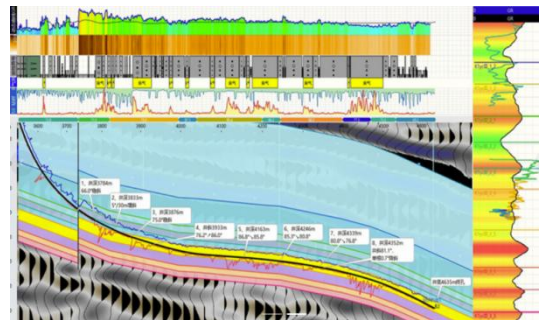
资料来源：蓝海智信官网，爱建证券研究所

图表 51: 神开智能化录井支持平台应用



资料来源：蓝海智信官网，爱建证券研究所

图表 52: 神开 AI 数字化智慧井场解决方案



资料来源：蓝海智信官网，爱建证券研究所

公司于 2023 年获得科威特国家石油公司 (KOC) 井控设备供货资质，正式进入科威特油服市场，并已与当地客户形成稳定合作基础。在此基础上，公司后续有望以科威特为切入点，逐步推进数字化油服相关产品与方案落地，逐渐拓展中东及非洲市场。

图表 53: 神开应阿布扎比国家石油公司邀请，为其进行“AI-Drilling 云平台系统”推介



资料来源：神开股份公众号，爱建证券研究所

图表 54: 神开赴中曼石油交流,展示神开 AI 钻井优化软件



资料来源：神开股份公众号，爱建证券研究所

图表 55：公司中东油服数字化解决方案空间测算，有望从科威特打开市场空间

【中东油服数字化解决方案】空间测算	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
科威特							
每年新增井口数（口）	2251	2319	2388	2460	2534	2610	2688
数字方案渗透率	95%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
对应数字服务井数（口）	2138	2319	2388	2460	2534	2610	2688
其中：生产井口数（假设占比 90%）	1924	2087	2149	2214	2281	2349	2419
其中：勘探井口数（假设占比 10%）	214	232	239	246	253	261	269
单井数字化方案价格（万元人民币）							
其中：生产井				50			
其中：勘探井				500			
对应数字化方案市场规模（亿元人民币）	20.31	22.03	22.69	23.37	24.07	24.80	25.54
其中：生产井	9.62	10.44	10.75	11.07	11.40	11.75	12.10
其中：勘探井	10.69	11.60	11.94	12.30	12.67	13.05	13.44
出海油服企业市占率			30%	35%	40%	45%	50%
对应出海油服企业市场空间			6.81	8.18	9.63	11.16	12.77
神开股份市占率			15%		20%	25%	30%
神开股份营收增量（亿元）			1.20		1.93	2.79	3.83
YoY					60.5%	44.8%	37.3%

资料来源：公司公告，Mordor Intelligence，KUNA，爱建证券研究所

注：上述测算基于假设情景推导，仅供参考

科威特 AI 数字化油服业务方面：中性假设下，我们认为公司该业务有望于 2027 年实现 1.2 亿元空间，2030 年增至 3.83 亿元空间，对应年均复合增长率约 47.2%，成为公司海外业务的重要增长极。

假设 1（市场空间）：基于科威特油气开发节奏，以年度新增井口数为测算基础，假设 2024–2030 年新增井口数分别为 2251 / 2319 / 2388 / 2460 / 2534 / 2610 / 2688 口，数字化解决方案渗透率 2024 年为 95%，自 2025 年起提升至 100%。

假设 2（生产井和勘探井量价）：新增井口中生产井/勘探井占比分别为 90%/10%，对应单井数字化方案价格分别为 50 万元 / 500 万元。据此测算，科威特油服数字化解决方案市场规模于 2024–2030 年分别为 20.31 / 22.03 / 22.69 / 23.37 / 24.07 / 24.80 / 25.54 亿元，CAGR=3.9%。

假设 3（可切入份额）：考虑中国出海油服企业性价比等竞争优势突出，假设其在科威特油服数字化市场中的渗透率自 2026 年的 30% 逐步提升至 2030 年的 50%，对应可参与市场空间有望自 2027 年的 8.18 亿元增至 2030 年的 12.77 亿元，CAGR=13.4%。

假设 4（公司市占率）：公司在出海油服企业中的市占率由 2026 年的 15% 提升至 2030 年的 30%。

4. 盈利预测与估值

4.1 核心假设

综合分析，公司未来业绩增长的核心在于：1) 中国深海油气开发持续推进带动高端井口与采油树等关键设备国产化需求扩容。2) 公司 AI 数字化油服解决方案在中东渗透率不断提升，推动海外收入占比与盈利质量同步改善。

我们预计公司 2025–2027 年营业收入分别为 8.59 / 10.05 / 12.15 亿元，同比增速为 17.1% / 17.1% / 20.9%；综合毛利率预计分别提升至 38.9% / 39.8% / 42.3%，盈利质量稳步改善。归母净利润预计分别为 0.55 / 0.78 / 1.20 亿元，同比增长 81.5% / 42.4% / 53.7%，利润弹性在收入放量与毛利率抬升的共同驱动下持续释放。

分业务收入：1) **油气钻采设备：**公司产品覆盖防喷器、节流压井管汇、井口装置及水下采油树等，是公司收入规模最大的业务板块。深海油气开发推进带动高端井控与井口装备需求提升，板块具备稳健增长基础。我们预计 2025–2027 年该业务收入增速分别为 45.0% / 30.0% / 27.0%。2) **油气勘探仪器及服务：**业务涵盖录井、随钻测控与测井三大子板块，录井与测井相关收入合计占比约半数。深海作业强度提升叠加中东市场拓展，带动相关设备及服务需求回升。业务涵盖录井、随钻测控与测井三大子板块，录井与测井相关收入合计占比约半数。深海作业强度提升叠加中东市场拓展，带动相关设备及服务需求回升。预计 2025–2027 年：①录井设备及服务收入增速 -5.0% / 5.0% / 24.5%；②随钻设备及服务收入增速 -5.0% / 5.0% / 5.0%；③测井仪器及服务收入增速 6.0% / 6.0% / 6.0%。3) **石油产品规格分析仪器：**产品主要应用于成品油质量检测与炼化环节，受燃油车市场承压影响，我们预计该板块收入整体呈中低双位数温和增长。

毛利率：1) **油气钻采设备：**深海装备技术成熟度提升推动国产替代加速，整体毛利率有望稳步抬升。我们预计 2025–2027 年毛利率分别为 34.0% / 35.5% / 38.5%。2) **油气勘探仪器及服务：**蓝海智信智能体软件推动 AI 数字化油服落地，提升录井与测井业务效率，并增强中东市场议价能力。我们预计录井设备及服务毛利率 2025–2027 年为 36.0% / 38.0% / 43.5%；随钻设备及服务毛利率为 25.3% / 25.4% / 27.0%；测井仪器及服务毛利率预计为 53.0% / 54.0% / 54.5%。3) **石油产品规格分析仪器：**下游需求与传统燃油消费相关度较高，行业景气度承压下毛利率整体以稳为主，我们预计 2025–2027 年毛利率分别为 43.2% / 42.1% / 40.8%。

费用率：公司销售、管理与研发三项费用预计整体保持稳定，收入扩大带来费用率相对摊薄。

图表 56：神开股份主营业务核心假设（单位：百万元人民币）

百万元人民币	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	726.16	775.43	603.96	743.67	732.99	858.54	1,004.97	1,215.06
YoY	-7.5%	6.8%	-22.1%	23.1%	-1.4%	17.1%	17.1%	20.9%
营业成本	467.11	508.38	417.27	500.79	473.45	524.30	605.22	701.69
YoY	-6.3%	8.8%	-17.9%	20.0%	-5.5%	10.7%	15.4%	15.9%
毛利	259.05	267.05	186.69	242.88	259.53	334.24	399.75	513.37
YoY	-9.7%	3.1%	-30.1%	30.1%	6.9%	28.8%	19.6%	28.4%
毛利率	35.7%	34.4%	30.9%	32.7%	35.4%	38.9%	39.8%	42.3%
销售费用率	7.2%	6.6%	8.0%	8.2%	8.2%	8.1%	8.1%	8.0%
管理费用率	10.2%	11.4%	12.3%	8.3%	10.5%	10.3%	10.1%	9.9%
研发费用率	8.6%	7.8%	11.4%	10.2%	9.9%	9.7%	9.5%	9.3%
归母净利润	28.38	42.98	-27.93	24.57	30.17	54.74	77.95	119.82
YoY		51.4%	-165.0%	-188.0%	22.8%	81.5%	42.4%	53.7%

分业务	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
石油钻采设备								
营业收入	332.75	376.87	233.79	327.69	284.32	412.26	535.94	680.64
YoY	-14.2%	13.3%	-38.0%	40.2%	-13.2%	45.0%	30.00%	27.0%
营业成本	230.65	273.61	174.84	248.83	207.48	272.09	345.68	418.60
YoY	-17.8%	18.6%	-36.1%	42.3%	-16.6%	31.1%	27.0%	21.1%
毛利	102.10	103.26	58.95	78.86	76.83	140.17	190.26	262.05
YoY	-4.9%	1.1%	-42.9%	33.8%	-2.6%	82.4%	35.7%	37.7%
毛利率	30.7%	27.4%	25.2%	24.1%	27.0%	34.0%	35.5%	38.5%
录井设备及服务								
营业收入	210.39	195.91	201.12	200.72	212.08	201.47	211.55	263.38
YoY	6.0%	-6.9%	2.7%	-0.2%	5.7%	-5.0%	5.0%	24.5%
营业成本	129.34	103.80	137.51	132.88	139.06	128.94	131.16	148.81
YoY	5.4%	-19.7%	32.5%	-3.4%	4.7%	-7.3%	1.7%	13.5%
毛利	81.05	92.11	63.61	67.84	73.01	72.53	80.39	114.57
YoY	6.9%	13.6%	-30.9%	6.6%	7.6%	-0.7%	10.8%	42.5%
毛利率	38.5%	47.0%	31.6%	33.8%	34.4%	36.0%	38.0%	43.5%
随钻设备及服务								
营业收入	51.99	24.96	9.85	28.24	26.52	25.19	26.45	27.77
YoY	-4.1%	-52.0%	-60.5%	186.8%	-6.1%	-5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	38.41	28.15	17.65	33.17	20.06	18.82	19.73	20.28
YoY	-6.1%	-26.7%	-37.3%	87.9%	-39.5%	-6.2%	4.9%	2.7%
毛利	13.58	-3.20	-7.80	-4.92	6.46	6.37	6.72	7.50
YoY	1.9%	-123.6%	143.8%	-36.9%	-231.2%	-1.3%	5.4%	11.6%
毛利率	26.1%	-12.8%	-79.2%	-17.4%	24.4%	25.3%	25.4%	27.0%
测井仪器及服务								
营业收入	90.25	132.58	121.09	138.39	165.23	175.14	185.65	196.79
YoY	1.9%	46.9%	-8.7%	14.3%	19.4%	6.0%	6.0%	6.0%
营业成本	44.98	78.28	65.24	63.14	86.04	82.32	85.40	89.46

YoY	9.9%	74.0%	-16.7%	-3.2%	36.3%	-4.3%	3.7%	4.8%
毛利	45.27	54.30	55.85	75.26	79.18	92.82	100.25	107.33
YoY	-5.0%	19.9%	2.9%	34.8%	5.2%	17.2%	8.0%	7.1%
毛利率	50.2%	41.0%	46.1%	54.4%	47.9%	53.0%	54.0%	54.5%
石油产品规格分析仪器								
营业收入	37.43	38.52	28.70	40.04	37.41	37.79	39.03	40.44
YoY	-17.3%	2.9%	-25.5%	39.5%	-6.6%	1.0%	3.3%	3.6%
营业成本	21.11	20.63	17.49	21.95	20.03	21.46	22.60	23.94
YoY	12.2%	-2.2%	-15.3%	25.5%	-8.8%	7.2%	5.3%	5.9%
毛利	16.32	17.89	11.22	18.09	17.38	16.32	16.43	16.50
YoY	-38.2%	9.6%	-37.3%	61.3%	-3.9%	-6.1%	0.7%	0.4%
毛利率	43.6%	46.4%	39.1%	45.2%	46.5%	43.2%	42.1%	40.8%
租赁及物业管理								
营业收入	2.81	6.27	9.33	8.58	7.44	6.69	6.36	6.04
YoY	-73.6%	122.7%	49.0%	-8.1%	-13.3%	-10.0%	-5.0%	-5.0%
营业成本	--	--	--	0.83	0.78	0.67	0.65	0.61
毛利	--	--	--	7.75	6.66	6.02	5.71	5.43
毛利率	--	--	--	90.4%	89.6%	90.0%	89.8%	89.9%

资料来源：公司公告，爱建证券研究所测算

4.2 盈利预测

我们预计公司 2025E–2027E 营业收入分别为 8.59 / 10.05 / 12.15 亿元，同比增长 17.1% / 17.1% / 20.9%；归母净利润分别为 0.55 / 0.78 / 1.21 亿元，同比增长 81.5% / 42.7% / 54.4%，对应 PE 分别为 75.7x / 53.1x / 34.4x，对应每股收益分别为 0.11/0.16/0.20 元。

图表 57：神开股份盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	744	733	859	1,005	1,215
同比增长率 (%)	23.1%	-1.4%	17.1%	17.1%	20.9%
归母净利润 (百万元)	25	30	55	78	121
同比增长 (%)	-188.0%	22.8%	81.5%	42.7%	54.4%
每股收益 (元/股)	0.07	0.08	0.15	0.21	0.33
毛利率 (%)	32.7%	35.4%	38.9%	39.8%	42.3%
ROE (%)	2.2%	2.7%	4.6%	6.2%	8.8%
市盈率	168.7	137.4	75.7	53.1	34.4

资料来源：公司公告，聚源数据，爱建证券研究所预测

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；数据截至 2025 年 12 月 19 日

4.3 估值分析

考虑公司且盈利结构有望持续改善，深海装备国产化与中东数字化油服带来中长期盈利与现金流增长，我们使用 DCF 估值法，对应目标价 16.41 元，首次覆盖，给予"买入"评级。

图表 58：估值假设主要参数（截至 2025 年 12 月 19 日）

股票贴现率		加权平均资本成本 WACC					
Beta 值	1.74	股本总额	363.91	债务总额	682.63	债务比率	13.25%
无风险利率	1.80%	股价	11.47	债务利率	3.00%	权益比率	86.75%
风险溢价	2.70%	股本价值	4,468.81	实际税率	6.19%	WACC	6.01%
股票贴现率	6.50%						

资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所预测

注：β系数取自 Wind，基于过去 52 周周度普通收益率、相对沪深 300 指数计算得出

图表 59：绝对估值敏感性分析（单位：元/股）

		折现率						
永续增长率	每股价值	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%	9.00%
	-1.20%	21.10	16.25	13.00	10.68	8.95	7.61	6.56
	-0.20%	26.67	19.39	14.95	11.97	9.85	8.26	7.03
	0.80%	37.31	24.50	17.83	13.77	11.04	9.09	7.63
	1.80%	65.65	34.25	22.52	16.41	12.69	10.18	8.39
	2.80%	376.20	60.23	31.46	20.72	15.12	11.70	9.40
	3.80%	-	344.92	55.31	28.93	19.07	13.94	10.80
	4.80%	-	-	316.50	50.82	26.62	17.57	12.86

资料来源：爱建证券研究所预测

注：数据截至 2025 年 12 月 19 日

5. 风险提示

- 1) **深水油气投资强度与需求释放不及预期风险。**若中国海油深水项目投资强度不及预期,或水下装备投资放缓,将导致水下采油树等产品的行业层面需求规模低于预期。
- 2) **国产水下采油树商业化转化与订单兑现节奏不及预期风险。**国产水下采油树仍需经历项目级验证、批量化采购与工程交付等环节,实际落地过程中可能存在订单节奏不均衡或交付周期拉长等情况,从而影响公司业绩兑现节奏。
- 3) **数字化油服业务拓展不及预期风险。**公司在 AI 决策、智能测录井等数字化油服业务处于加速推广阶段,未来实际渗透水平仍取决于油公司数字化投入意愿、海外市场验证进度及本地化服务能力。若行业推广节奏放缓,公司相关业务收入与盈利可能低于预期。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	163	310	327	347	442	净利润	37	41	57	83	103
应收款项	637	542	602	670	809	折旧摊销	43	44	42	47	54
存货	416	455	404	422	377	营运资本变动	39	-144	41	42	125
流动资产	1,307	1,360	1,405	1,521	1,725	经营活动现金流	-59	103	88	106	50
长期股权投资	0	14	19	25	33	资本开支	59	24	111	125	143
固定资产	262	272	303	356	417	投资变动	6	24	17	13	14
在建工程	12	22	37	46	55	投资活动现金流	-42	2	-130	-141	-158
无形资产	24	25	23	22	20	银行借款	122	127	148	162	177
非流动资产	499	533	588	660	743	筹资活动现金流	32	27	24	16	17
资产合计	1,806	1,894	1,993	2,180	2,467	现金净增加额	-68	134	-17	-17	-89
短期借款	89	99	120	134	149	期初现金	217	163	310	293	276
应付款项	400	402	399	436	499	期末现金	163	310	293	276	187
流动负债	400	402	399	436	499						
长期借款	33	28	28	28	28						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	40	36	36	36	36						
负债合计	616	672	697	780	906						
股本	364	364	364	364	364						
资本公积	457	462	462	462	462						
留存收益	298	310	365	443	564						
归母股东权益	1,099	1,125	1,179	1,257	1,378						
少数股东权益	91	97	116	143	184						
负债和权益总计	1,806	1,894	1,993	2,180	2,467						

利润表						财务比率					
单位:百万元							2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	744	733	846	984	1,199	成长能力指标					
营业成本	501	473	542	625	759	营业收入增速	23.1%	-1.4%	15.4%	16.4%	21.9%
税金及附加	6	8	8	9	12	营业利润增速	-285.7%	4.5%	42.2%	46.2%	24.6%
销售费用	61	60	69	81	98	归母净利润增速	-188.0%	22.8%	34.1%	47.6%	23.3%
管理费用	62	77	76	91	115	盈利能力指标					
研发费用	76	72	83	88	102	毛利率	32.7%	35.4%	35.8%	36.5%	36.8%
财务费用	4	2	-3	-3	-1	净利率	4.9%	5.6%	6.8%	8.4%	8.6%
资产减值损失	-9	-11	26	19	21	ROE	3.1%	3.3%	4.5%	6.1%	7.0%
公允价值变动	0	0	0	0	0	ROIC	2.8%	3.0%	4.0%	5.4%	6.2%
投资净收益	2	1	1	2	2	偿债能力					
营业利润	40	42	59	87	108	资产负债率	34.1%	35.5%	36.5%	36.2%	39.7%
营业外收支	0	2	2	1	2	净负债比率	0.52	0.55	0.57	0.57	0.66
利润总额	40	44	61	88	109	流动比率	2.27	2.14	2.04	2.00	1.82
所得税费用	3	3	4	5	6	速动比率	1.51	1.40	1.33	1.41	1.15
净利润	37	41	57	83	103	营运能力					
少数股东损益	12	11	17	23	30	总资产周转率	0.41	0.39	0.42	0.46	0.49
归母净利润	25	30	40	60	74	应收账款周转率	1.17	1.35	1.45	1.40	1.49
EBITDA	89	91	113	145	173	存货周转率	1.79	1.61	1.77	2.37	2.01
						每股指标					
						EPS	0.07	0.08	0.11	0.16	0.20
						每股经营性现金流	-0.16	0.28	0.24	0.29	0.14
						每股净资产	3.27	3.36	3.51	3.74	4.03
						估值比率					
						PE	163.10	132.82	99.05	67.09	54.43
						PS	5.39	5.47	4.74	4.07	3.34
						PB	3.37	3.28	3.13	2.94	2.74
						EV/EBIT	97.47	91.57	62.54	45.87	40.12
						EV/EBITDA	50.15	47.80	39.31	31.04	27.60

资料来源:公司公告,聚源数据,爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（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，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券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。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时间更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。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、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。