

# 汽轮科技 (300277.SZ)

## B转A完成价值重塑，工业汽轮机龙头迈向自主燃机平台

**资产重组+自研燃机高景气，工业透平龙头迎来景气交叉点。**1) 海联讯向杭汽轮全体换股股东发行A股股票，并以此为对价通过换股方式吸收合并杭汽轮，杭汽轮全体换股股东持有的股份将按照换股比例转换为海联讯的A股股份，新增股份在2026年2月11日起已经上市流通，3月更名汽轮科技。汽轮科技形成工业透平机械业务为主、电力信息化业务为辅的业务格局。2) 杭汽轮深耕工业透平机械六十余载，燃气轮机带来第二曲线。1958年浙江省人民委员会批准了杭州汽轮机厂建设方案，成功试制出全省首台750千瓦电站汽轮机；1976年引进德国西门子的先进技术，并于1978年启动首台3000千瓦冷凝式汽轮机的设计与制造；2003-2005年，整个集团主营业务收入从25.58亿元到116亿元，增长4.5倍；工业汽轮机产量从124台/83.18万千瓦到432台/431万千瓦。2015年，公司开启了自主研发国内尚且不具备的燃气轮机的大幕；2025年自主研发的F级50兆瓦重型燃气轮机HGT51F点火成功，标志着在燃气轮机领域实现重大突破。3) 2025年，海联讯营收为1.96亿元，同比-14.04%；归母净利润为1.96亿元，同比-14.04%；杭汽轮营收为55.186亿元，同比-16.89%；归母净利润为2.91亿元，同比-46.11%。合并后，双方将整合产业资源，进一步优化公司产业布局，有效提升核心竞争力、持续盈利能力。

**工业汽轮机提供稳健基石，高附加值+出海提高盈利质量。**1) 工业汽轮机行业属于成熟装备赛道，整体需求与石化、煤化工、冶金、热电联产、垃圾发电、生物质发电等资本开支周期相关，2020-2024年，市场规模从374.85亿元增长至615.12亿元，复合增长率为10.41%。2) 工业汽轮机为汽轮科技提供“压舱石”，杭汽轮是国内少数可按用户的特殊需要非标设计制造工业汽轮机的厂商，具备15万千瓦等级驱动用工业汽轮机和20万千瓦等级反动式发电用汽轮机的设计制造能力，可以满足世界上各类装置对工业汽轮机的使用要求。3) 产品结构向更高附加值、高参数或大单机价值项目倾斜。2024年公司工业汽轮机销量361台/套，同比下降21.86%，但销售均价升至1,226.67万元/台(套)，同比增长28.86%。产品结构向更高附加值、高参数或大单机价值项目倾斜，而非简单的量价齐跌。4) 出海是工业汽轮机的第二弹性，海外盈利质量优于国内。杭汽轮境外业务占比从2021年的4.25%到2025H1的12.41%，主要集中在中亚、东南亚、中东、非洲等“一带一路”沿线国家以跟随国内总包商出海提供配套设备为主，部分项目与境外业主直签，价格和利润率优于国内市场。

**自研燃机HGT51F元年，战略性布局运维后市场。**燃气轮机凭借稳定性强、建设周期短等优势，成为AI数据中心爆发式用电需求的重要选项。中国已连续多年成为全球增长最快燃气轮机市场，年复合增长率约为63.49%，市场显著供不应求，例如中国航发燃机排产已至2028年底。

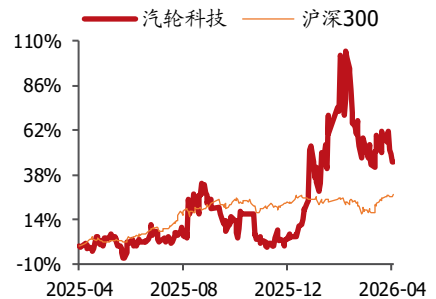
- **从与西门子合作到自研F级燃机，完成“样机验证-示范项目-商业合同”三连跳。**在合作燃机方面，公司与西门子合作的燃机产品线功率范围覆盖20MW~57MW，其中SGT-800燃气轮机为50MW等级全球业绩最丰富、性能最可靠的燃气轮机产品，全球业绩超过350套。在自研产品方面，2025年1月，公司完成自研HGT51F型燃气轮机首次点火试验，该产品在功率和效率上与国际主流50MW级产品基本相当；2026年1月，HGT51F重型燃气轮机的首个商业化合同正式签约；预计2026年年中交付首台商机，力争年底并网发电。
- **连云港项目是HGT51F商业化起点，首台套场景决定后续放量斜率。**连云港项目定位为热电联产，工程配套1套燃气轮机发电机组、1台

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	IT 服务II
04月29日收盘价(元)	18.03
总市值(百万元)	27,344.38
总股本(百万股)	1,516.60
其中自由流通股(%)	50.48
30日日均成交量(百万股)	35.88

#### 股价走势



#### 作者

分析师 孙行臻

执业证书编号: S0680526010001

邮箱: sunxingzhen1@gszq.com

分析师 李纯瑶

执业证书编号: S0680525070005

邮箱: lichunyao@gszq.com

#### 相关研究

余热锅炉及相关辅机。我们认为，HGT51F 首个落地场景并不是孤立电站设备销售，而是与园区能源供应体系深度耦合的综合解决方案，有利于发挥工业透平、热电联产和配套系统方面的既有积累。

- **提前卡位后市场, 运维服务有望提升盈利质量。**燃气轮机的关键部件, 如燃烧系统部件的火焰筒、过烧段, 热通道部件透平喷嘴、动叶、静叶、复环等检查、维修、更换要制定科学合理的检修计划, 延长使用寿命。公司提前卡位运维市场, 服务能力涵盖 7-250MW 燃机, 并投运巴基斯坦本地化服务示范区域, 已完成平台二期建设。2025 年, 子公司燃创开展燃机自主检维修服务业务有了实质性的转变, 全年已承接订单额超过 1.4 亿元, 并在业务广度和深度上取得了突破。

**首次覆盖, 给予“买入”评级。**我们预计 2026-2028 年公司实现营业收入为 69.73/75.71/83.56 亿元, 归母净利润分别为 6.05/7.22/9.05 亿元。从估值来看, 我们认为 2026 年杭汽轮+海联讯估值 456 亿元, 截止至 2026 年 4 月 29 日收盘, 汽轮科技市值 273 亿元, 向上空间 67%。首次覆盖, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 技术迭代不及预期风险; 经济下行超预期风险; 行业竞争加剧风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	228	196	6,973	7,571	8,356
增长率 yoy (%)	7.1	-14.2	3,464.8	8.6	10.4
归母净利润 (百万元)	9	2	605	722	905
增长率 yoy (%)	-12.5	-76.3	26,876.0	19.3	25.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.01	0.00	0.40	0.48	0.60
净资产收益率 (%)	1.9	0.5	9.7	10.4	11.5
P/E (倍)	2,891.1	12,183.8	45.2	37.8	30.2
P/B (倍)	55.6	56.1	4.4	3.9	3.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 29 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	520	438	10763	12078	14410
现金	138	191	3469	2184	2734
应收票据及应收账款	19	24	2983	3260	3667
其他应收款	1	0	68	63	70
预付账款	17	8	332	286	301
存货	90	97	1535	2875	3043
其他流动资产	255	117	2377	3410	4595
<b>非流动资产</b>	154	248	7507	9320	10057
长期投资	0	0	40	50	60
固定资产	2	2	2535	2269	2003
无形资产	0	0	370	350	331
其他非流动资产	152	246	4562	6651	7663
<b>资产总计</b>	674	686	18270	21398	24467
<b>流动负债</b>	155	173	6053	6279	7217
短期借款	0	0	600	300	500
应付票据及应付账款	28	29	1842	1938	2056
其他流动负债	127	144	3611	4041	4660
<b>非流动负债</b>	4	2	5822	7822	8822
长期借款	0	0	4500	6500	7500
其他非流动负债	4				
<b>负债合计</b>	159	176	11875	14101	16039
少数股东权益	23	23	174	354	581
股本	335	342	1517	1517	1517
资本公积	83	76	461	461	461
留存收益	73	69	674	1396	2301
归属母公司股东权益	492	488	6221	6943	7848
<b>负债和股东权益</b>	674	686	18270	21398	24467

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	45	22	220	-1	1375
净利润	17	7	757	903	1131
折旧摊销	4	3	286	286	287
财务费用	0	0	9	14	0
投资损失	-11	-9	-26	-29	0
营运资金变动	34	19	-1002	-1175	-43
其他经营现金流	0	2	196	-1	0
<b>投资活动现金流</b>	37	45	-8300	-2970	-2024
资本支出	0	0	-3389	-80	-12
长期投资	0	0	-4936	-2919	-2012
其他投资现金流	37	45	26	29	0
<b>筹资活动现金流</b>	-19	-14	11358	1687	1200
短期借款	-5	0	600	-300	200
长期借款	0	0	4500	2000	1000
普通股增加	0	7	1175	0	0
资本公积增加	0	-7	384	0	0
其他筹资现金流	-14	-14	4698	-14	0
<b>现金净增加额</b>	62	53	3278	-1285	551

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	228	196	6973	7571	8356
营业成本	174	145	5526	5718	6019
营业税金及附加	1	1	31	33	36
营业费用	14	13	209	227	251
管理费用	24	29	244	379	418
研发费用	6	6	209	303	460
财务费用	0	0	9	14	0
资产减值损失	-2	1	0	0	0
其他收益	1	0	70	76	84
公允价值变动收益	2	-4	0	0	0
投资净收益	11	9	26	29	0
资产处置收益	0	0	1	1	0
<b>营业利润</b>	21	7	841	1003	1256
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	21	8	841	1003	1256
所得税	4	1	84	100	126
<b>净利润</b>	17	7	757	903	1131
少数股东损益	8	5	151	181	226
<b>司净利润</b>					
EBITDA	12	5	1136	1303	1543
EPS (元/股)	0.01	0.00	0.40	0.48	0.60

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.1	-14.2	3464.8	8.6	10.4
营业利润(%)	3.4	-66.3	11790.8	19.3	25.2
归属母公司净利润(%)	-12.5	-76.3	26876.0	19.3	25.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.9	25.8	20.8	24.5	28.0
净利率(%)	4.1	1.1	8.7	9.5	10.8
ROE(%)	1.9	0.5	9.7	10.4	11.5
ROIC(%)	1.3	0.4	6.6	6.4	6.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.6	25.6	65.0	65.9	65.6
净负债比率(%)	-26.4	-37.1	27.5	65.0	64.0
流动比率	3.4	2.5	1.8	1.9	2.0
速动比率	2.4	1.7	1.3	1.3	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.7	0.4	0.4
应收账款周转率	10.9	10.5	4.7	2.5	2.5
应付账款周转率	6.1	5.1	10.0	5.2	5.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.00	0.40	0.48	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.01	0.14	0.00	0.91
每股净资产(最新摊薄)	0.32	0.32	4.10	4.58	5.17
<b>估值比率</b>					
P/E	2891.1	12183.8	45.2	37.8	30.2
P/B	55.6	56.1	4.4	3.9	3.5
EV/EBITDA	298.2	817.0	25.6	24.6	21.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 29 日收盘价

## 内容目录

1.资产重组+自研燃机高景气，工业透平龙头迎来景气交叉点	6
1.1 换股合并已完成，杭汽轮成为控股方	6
1.2 传统主业汽轮机稳住底盘，第二曲线燃气轮机占比逐年提升	7
2.工业汽轮机提供稳健基石，高附加值+出海提高盈利质量	10
2.1 工业汽轮机属成熟装备，行业增长具备韧性	10
2.2 龙头地位稳固，工业汽轮机构成公司业绩压舱石	14
国内新增需求趋稳，产品向高附加值、高参数项目倾斜	14
出海是工业汽轮机的第二弹性，海外盈利质量优于国内	16
3.自研燃机 HGT51F 商业化元年，战略性布局运维后市场	17
3.1 燃气轮机：AI 浪潮下的动力心脏，全球排产已至 2030 年	17
3.2 从技术验证走向市场验证，自研燃机 HGT51F 首轮商业闭环	19
从西门子合作到自研 F 级燃机，完成“样机验证—示范项目—商业合同”三连跳	19
连云港项目是 HGT51F 商业化起点，首台套落地决定后续放量斜率	21
提前卡位后市场，运维服务有望提升盈利质量	23
盈利预测	25
风险提示	26

## 图表目录

图表 1: 海联讯发展历程	6
图表 2: 汽轮机科技股权穿透图	7
图表 3: 杭汽轮与海联讯 2021-2025 年营收规模 (亿元)	8
图表 4: 杭汽轮与海联讯 2021-2025 年归母净利润规模 (亿元)	8
图表 5: 杭汽轮 2021-2025H1 细分营收 (亿元)	8
图表 6: 海联讯 2021-2025 年营收 (亿元)	8
图表 7: 杭汽轮 2021-2025 年前三季度毛利率和净利率	9
图表 8: 海联讯 2021-2025 年毛利率和净利率	9
图表 9: 杭汽轮 2021-2025 年前三季度费用率	9
图表 10: 海联讯 2021-2026Q1 费用率	9
图表 11: 2020-2024 年我国汽轮机市场规模	10
图表 12: 2020-2024 年我国汽轮机制造产量	10
图表 13: 我国汽轮机市场格局	11
图表 14: 杭汽轮的汽轮机产品	11
图表 15: 2020-2024 年我国汽轮机电力领域市场规模	12
图表 16: 2020-2025 年我国火电累计装机容量变化	12
图表 17: 2020-2025 年我国核电累计装机容量变化	13
图表 18: 2020-2025 年我国生物质能累计装机容量变化	13
图表 19: 2020-2024 年我国汽轮机工业领域市场规模	13
图表 20: 我国汽轮机市场格局	14
图表 21: 公司资质丰富	15
图表 22: 150 万吨/年乙烯装置裂解气压缩机驱动用工业汽轮机试车成功	15
图表 23: 杭汽轮工业汽轮机 2022-2024 产销及单价	16
图表 24: 杭汽轮国外营收占比逐年提升	16
图表 25: 2023-2034E 全球燃气轮机市场规模	17
图表 26: 2018-2027E 中国燃气轮机市场规模	18
图表 27: 燃气轮机产业链	18
图表 28: 杭汽轮中高热值燃料燃气轮机	19
图表 29: 气体排放优势	20
图表 30: SGT-800 燃机联合循环优势	20
图表 31: SGT-700 燃机性能	20

图表 32:	SGT-800 燃机性能 .....	20
图表 33:	公司 HGT51F 研发项目 .....	21
图表 34:	杭州汽轮动力集团自主研发的 F 级 50 兆瓦重型燃气轮机 HGT51F .....	21
图表 35:	F 级 50 兆瓦重型燃气轮机 HGT51F 点火 .....	21
图表 36:	连云港自主燃机试验和应用示范基地一期项目 .....	22
图表 37:	自主燃机试验和应用示范基地项目一期工程 EPC (二) 招标公告 .....	22
图表 38:	公司燃气轮机产销及均价情况 .....	23
图表 39:	SGT-800 燃机灵活的长协服务内容 .....	23
图表 40:	燃机维护周期及维护等级 .....	24
图表 41:	SGT-800 燃机灵活的长协服务内容 .....	24
图表 42:	2026-2028 年汽轮科技盈利预测 (百万元) .....	25
图表 43:	2026-2028 年汽轮科技费用率预测 .....	25
图表 44:	海联讯可比公司 (截止至 2026 年 4 月 29 日收盘) .....	26
图表 45:	杭汽轮可比公司 (截止至 2026 年 4 月 29 日收盘) .....	26

## 1. 资产重组+自研燃机高景气，工业透平龙头迎来景气交叉点

### 1.1 换股合并已完成，杭汽轮成为控股方

**海联讯：电力信息化龙头企业，深耕电力全产业链。**杭州海联讯科技股份有限公司成立于2000年，早期从事专网系统集成服务；2003年开始给电力企业提供全面解决方案，2004年介入电力信息化服务市场，2011年成功上市登录创业板，2020年杭州市人民政府成为公司实控人，杭州金投成为公司控股股东。公司提供的产品和服务可广泛应用于电力行业产业链发电、输电、变电、配电、用电和调度等各个环节，已跻身为中国电力行业有影响力的综合解决方案提供商之一。

图表1：海联讯发展历程



资料来源：海联讯官网，国盛证券研究所

**杭汽轮：深耕工业透平机械六十余载，燃气轮机带来第二曲线。**杭州汽轮动力集团股份有限公司公司产品包括工业汽轮机、燃气轮机、电站用汽轮机等，大量应用在石油、炼化、煤化工、纺织、冶金、造纸、太阳能光热发电、生物质/垃圾发电、热电联产、大型电站配套等领域，国内综合市场占有率超过50%，几乎囊括了所有国内工业汽轮机“首台套”的设计和制造，产品还服务于全球40多个国家和地区。

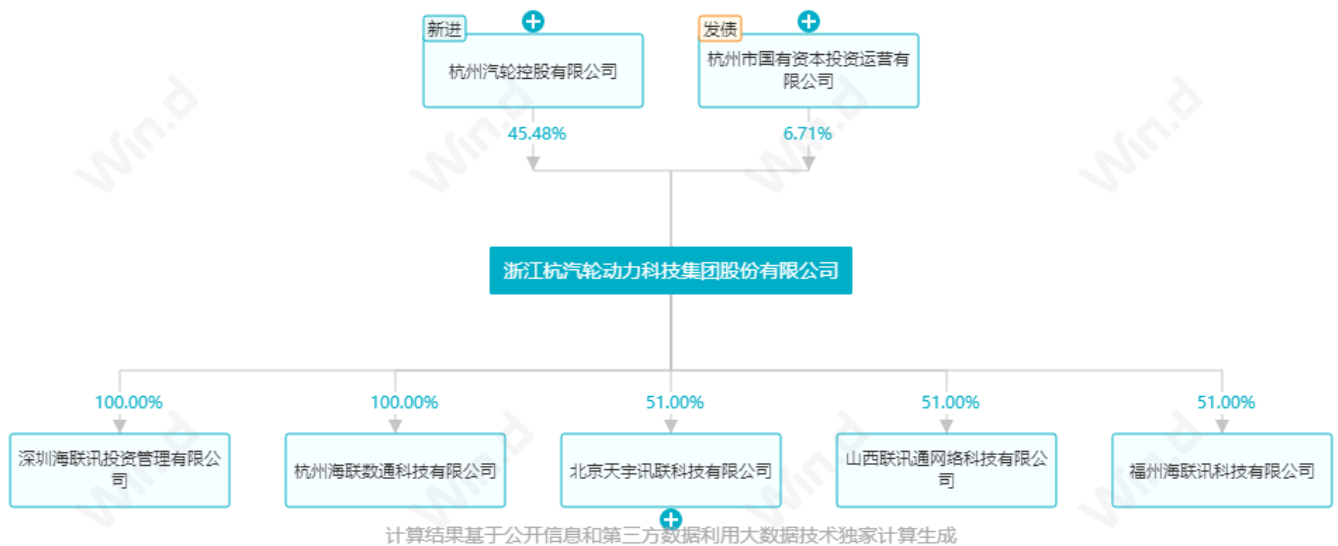
- **创业奠基阶段（1958-1975年）：**1958年10月浙江省人民委员会批准了在杭州北郊半山工业区兴建杭州汽轮机厂的方案。建设规模为年产30万千瓦汽轮机，总投资为1700万元的杭州汽轮机厂。在1958年11月7日试制出全省首台750千瓦电站汽轮机，并在1959年11月12日顺利通过国家验收组的鉴定。
- **技术引进+自主创新阶段（1975-2003年）：**1976年引进德国西门子的先进技术，资料陆续到达杭汽轮；1977年杭汽轮启动首台3000千瓦冷凝式汽轮机的设计与制造；1978年杭汽轮实现年产值1222.9万元，完成产量60台/88080千瓦，利润157.6万元。
- **快速发展阶段（2003-2015年）：**2003年之后的杭汽轮一改往日“迈小步、不停步”的发展速度，抓住国家电力设备需求急剧增长的历史性机遇，实现企业“超常规、跨越式”发展。2003-2005年，整个集团的规模和效益取得连续翻番的佳绩，主营业务收入从25.58亿元到116亿元，增长4.5倍；利润总额从9190万元到7.2亿元，增长7.8倍；工业汽轮机产量从124台/83.18万千瓦到432台/431万千瓦，分别增长3.5倍和5.2倍，提前三年完成“打造百亿企业、创建知名品牌”的规划。
- **高端突破与国际化阶段（2015-2026年）：**2015年，牵头成立“浙江省燃气轮机产业联盟”和母型机的逆向工程研究，开启了杭汽轮自主研发国内尚且不具备的燃气轮机的大幕；与西门子燃气轮机达成分布式能源领域的全面合作协议。2025年自主研发的F级50兆瓦重型燃气轮机HGT51F点火成功，标志着在燃气轮机领域实现重大突破。2026年2月，通过海联讯换股吸收合并，杭汽轮B股转A股上市，完成资本市场的重大跨越，开启“二次创业”新征程。

**重组重估已完成：2月B转A完成11.75亿股上市、3月更名汽轮科技。**海联讯向杭汽轮全体换股股东发行A股股票，并以此为对价通过换股方式吸收合并杭汽轮，杭汽轮届

时的全体换股股东持有的股份将按照换股比例转换为海联讯的 A 股股份。作为本次合并的合并方及存续公司，海联讯将承继及承接杭汽轮的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务；作为本次合并的被合并方，杭汽轮将终止上市并注销法人资格。目前换股过程已经完成，新增股份在 2026 年 2 月 11 日起已经上市流通。

- **公司业务重点发生变化：**本次交易前，杭汽轮主要设计、制造工业汽轮机、燃气轮机等旋转类工业透平机械装备，并提供相关配套服务，主要产品包括工业汽轮机、燃气轮机等，主要应用于炼油、化工、化肥、建材、冶金、电力、轻工、环保等工业领域。海联讯主要从事电力信息化建设业务，并提供相关的技术及咨询服务，其电力信息化解决方案可广泛应用于电力行业产业链各个环节，包括发电、输电、变电、配电、用电和调度等。本次交易实施后，存续公司将形成工业透平机械业务为主、电力信息化业务为辅的业务格局。存续公司将整合双方产业资源，进一步优化公司产业布局，有效提升核心竞争力、持续盈利能力。
- **上市主体层面的全面重构：**公司名称由“杭州海联讯科技股份有限公司”变更为“浙江杭汽轮动力科技集团股份有限公司”，证券简称由“海联讯”变更为“汽轮科技”。根据公司公告，合并后，公司证券简称将发生变更。变更后的公司中文名称为“浙江杭汽轮动力科技集团股份有限公司”，英文名称为“HANGZHOUTURBINEPOWERGROUPCO.,LTD.”；证券简称变更为“汽轮科技”和“HANGZHOUTURBINE”。
- **公司治理结构同步实质性变化：**重组后董事会由 7 人扩充至 9 人，其中非独立董事 5 名、独立董事 3 名、职工董事 1 名。新一届董事会成员包括：叶钟、李士杰、李秉海、钱宇辰、毛尉 5 名非独立董事，许永斌、金迎春、傅建中 3 名独立董事，以及职工董事隋永枫。

图表2：汽轮科技股权穿透图



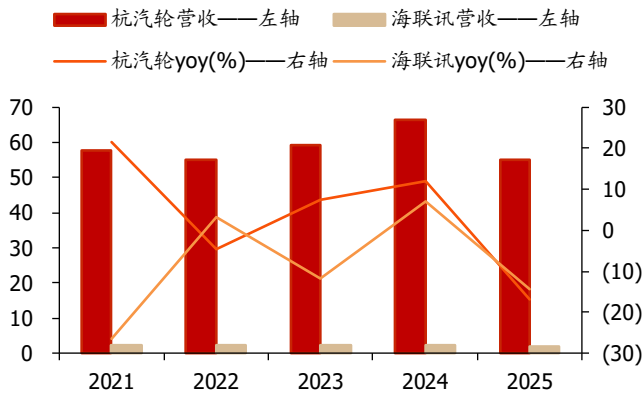
资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 1.2 传统主业汽轮机稳住底盘，第二曲线燃气轮机占比逐年提升

杭汽轮营收体量远超海联讯，业绩短期承压。1) 从营收规模来看，合并公司以杭汽轮为主体，其收入规模与原海联讯相比更佳。海联讯 2025 年营收为 1.96 亿元，同比-14.23%；杭汽轮 2025 年营收为 55.18 亿元，同比-16.89%，主要原因系受国际政经环境复杂多变、地缘政治冲突持续外溢的影响，部分海外项目执行进度放缓，市场需求波动加剧。2) 从利润规模来看，杭汽轮将在合并后公司中占据主体地位。海联讯 2025 年归母净利润

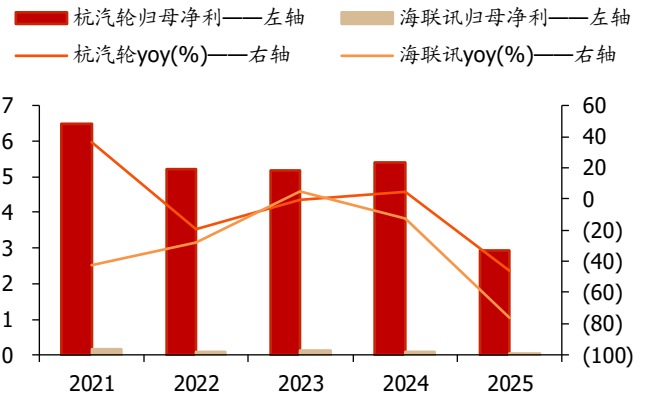
为 2.24 百万元，同比-76.27%；2024 年归母净利润为 0.09 亿元，同比增速为-12.50%，归母净利润规模有所下滑。杭汽轮 2025 年归母净利润为 2.91 亿元，同比-46.11%。2024 年归母净利润为 5.40 亿元，同比增速为 4.30%，归母净利润规模略有增长。

图表3: 杭汽轮与海联讯 2021-2025 年营收规模 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

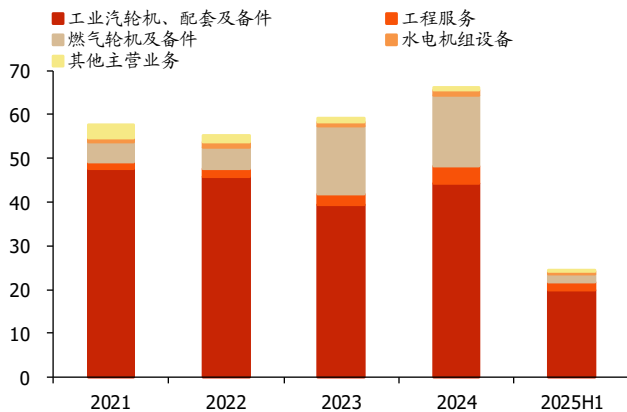
图表4: 杭汽轮与海联讯 2021-2025 年归母净利润规模 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

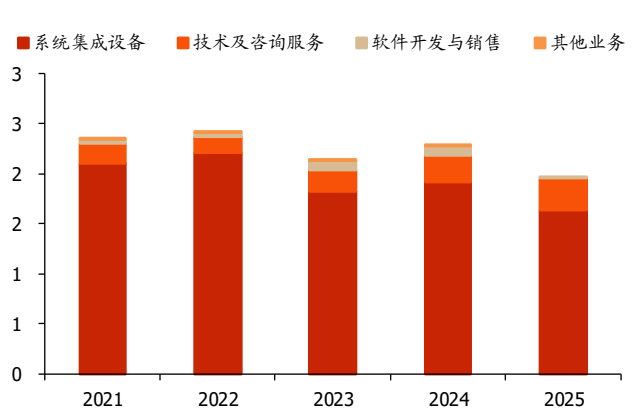
燃气轮机业务成为贡献杭汽轮业绩增长的主要部分。分业务来看，杭汽轮燃气轮机业务成为贡献杭汽轮业绩增长的主要部分，占比从 2021 年的 7.9% 提升至 2024 年 24.0%；工业汽轮机、配套及备件从 82.6% 下降至 66.7%。合并后，汽轮科技将形成工业透平机械业务为主、电力信息化业务为辅的业务格局，整合双方产业资源，进一步优化公司产业布局，有效提升核心竞争力、持续盈利能力。

图表5: 杭汽轮 2021-2025H1 细分营收 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

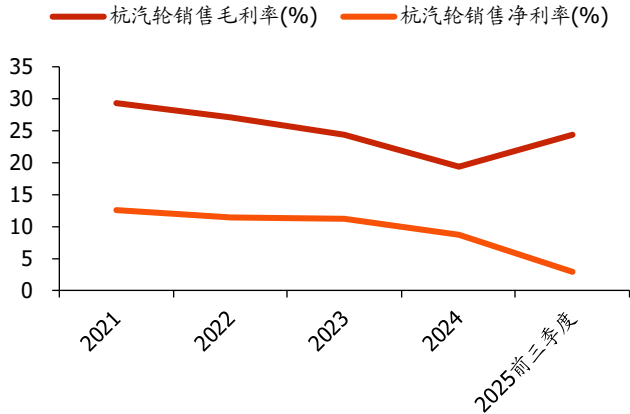
图表6: 海联讯 2021-2025 年细分营收 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

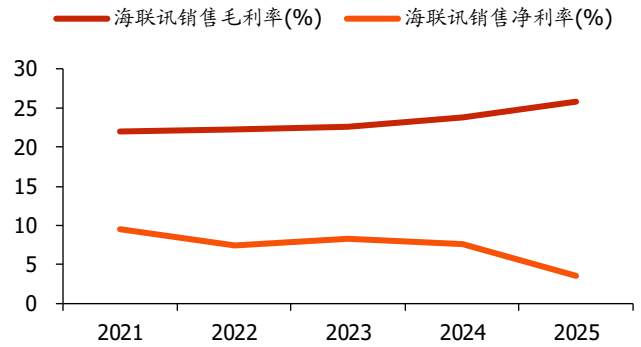
**26Q1 汽轮科技净利率回升至 10.32%，超越杭汽轮、海联讯合并前各自的净利率。**1) 海联讯 2025 年毛利率/净利率为 25.80%/3.55%。杭汽轮 2025 年前三季度毛利率为 24.28%，净利率为 2.90%，净利率同比下滑较为显著，主要原因系按照财政部会计司发布的无形资产准则实施问答，对于不满足资本化条件的研发支出，在研发样机对外销售时，以前期间已费用化的研发样机支出金额不再予以调整冲减研发费用处理，导致研发费用大幅上升。2) 2026Q1 合并报表后，汽轮科技整体毛利率 26.29%，净利率 10.32%，超越杭汽轮、海联讯合并前各自的净利率。

图表7: 杭汽轮 2021-2025 年前三季度毛利率和净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

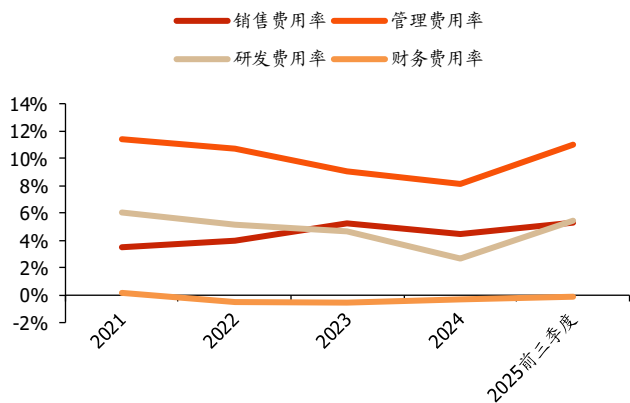
图表8: 海联讯 2021-2025 年毛利率和净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

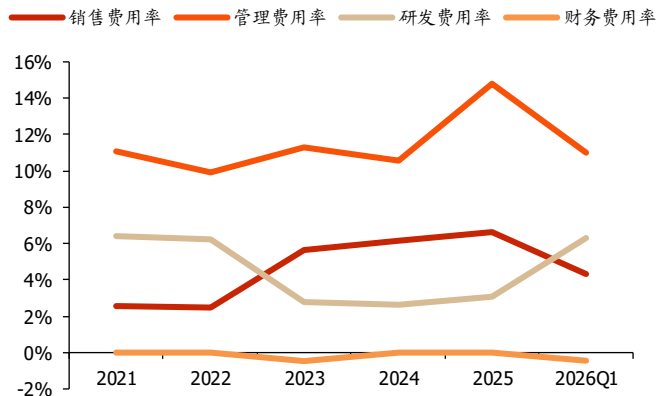
**研发费用受无形资产准则影响大幅增长。**2025 年前三季度，杭汽轮研发费用有所提升，同比+70.58%，主要系本期按照财政部会计司发布的无形资产准则实施问答，对于不满足资本化条件的研发支出，在研发样机对外销售时，以前期间已费用化的研发样机支出金额不再予以调整冲减研发费用处理。

图表9: 杭汽轮 2021-2025 年前三季度费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 海联讯 2021-2026Q1 费用率



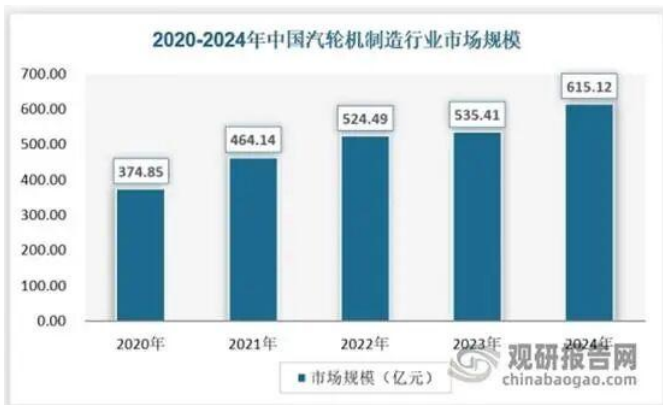
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.工业汽轮机提供稳健基石，高附加值+出海提高盈利质量

### 2.1 工业汽轮机属成熟装备，行业增长具备韧性

工业汽轮机行业稳定增长，2020-2024年复合增速10.41%。工业汽轮机以高温高压蒸汽作为工作介质，通过汽轮机的运转将热能转换为机械能来驱动各类工业设备。从市场规模来看，近年来，随着市场需求增长，我国汽轮机制造行业市场规模保持稳定增长，2020-2024年，市场规模从374.85亿元增长至615.12亿元，复合增长率为10.41%。从供应能力来看，2024年，我国汽轮机制造产量达到了19.18万兆瓦。随着市场需求的增长和企业的发展，各主要企业也在不断进行技术改造和产能扩充。例如，在核电、气电等领域新的项目建设和市场需求的推动下，相关企业会加大投入以提升产能，来满足不断增长的市场需求。

图表11: 2020-2024年我国汽轮机市场规模



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

图表12: 2020-2024年我国汽轮机制造产量

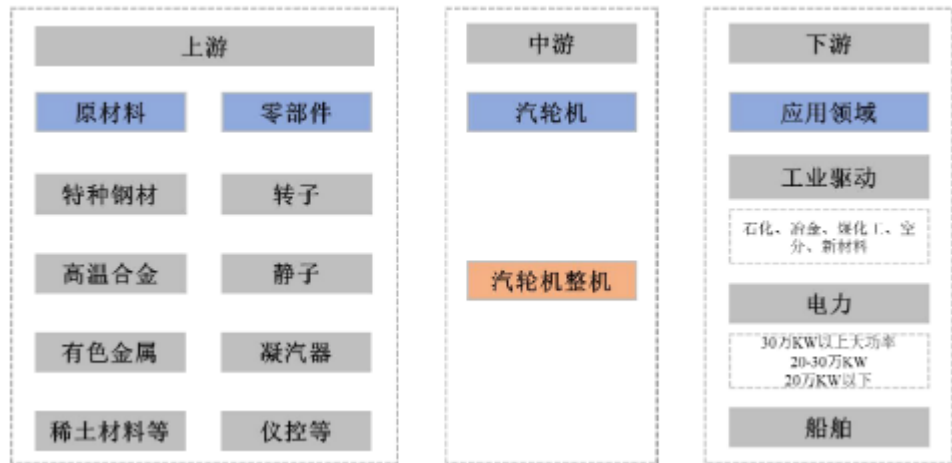


资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

汽轮机行业的上游主要包括原材料行业和零部件行业。原材料主要包括各类特种钢材，如高温合金、不锈钢等，这些钢材需具备高强度、耐高温、耐腐蚀等特性，以满足汽轮机在复杂工况下的运行要求。此外，有色金属如铜、铝及其合金也在汽轮机零部件制造中有广泛应用，用于制造导热部件、电气元件等。零部件包括众多关键部件，如转子、静子、凝汽器、仪控等。



图表13: 我国汽轮机市场格局



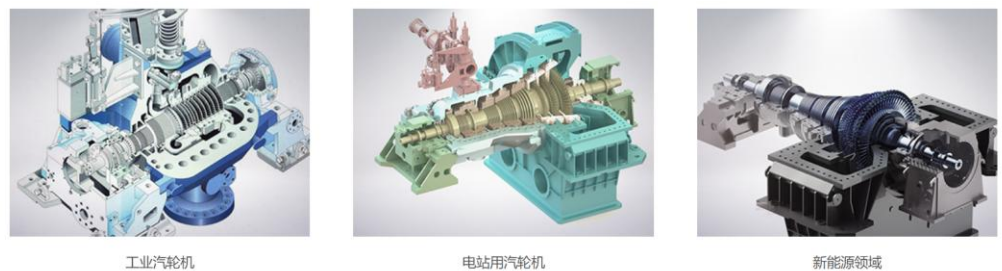
资料来源: 杭州海联讯科技股份有限公司换股吸收合并杭州汽轮机动力集团股份有限公司暨关联交易报告书(草案)(上会稿), 国盛证券研究所

汽轮机行业的下游主要包括工业驱动、电力和船舶制造等领域。

- 工业驱动领域可以分为应用在石化、冶金、煤化工、空分、新材料等领域的工业驱动汽轮机。
- 电力领域则可以根据功率大小, 分为主要应用在大型火力发电站和核电站领域的 30 万 kW 功率以上的发电汽轮机、主要应用在化工、纺织、造纸等工业领域的热电联产项目类型的 20-30 万 kW 功率的发电汽轮机, 以及主要应用在对电力供应稳定性要求较高且有一定蒸汽需求的企业小型工业自备电站、垃圾焚烧发电项目、生物质发电项目中的 20 万 kW 功率以下的工业发电汽轮机。

杭汽轮汽轮机产品包含了上述工业驱动汽轮机和 20 万 kW 功率以下的工业发电汽轮机。

图表14: 杭汽轮的汽轮机产品

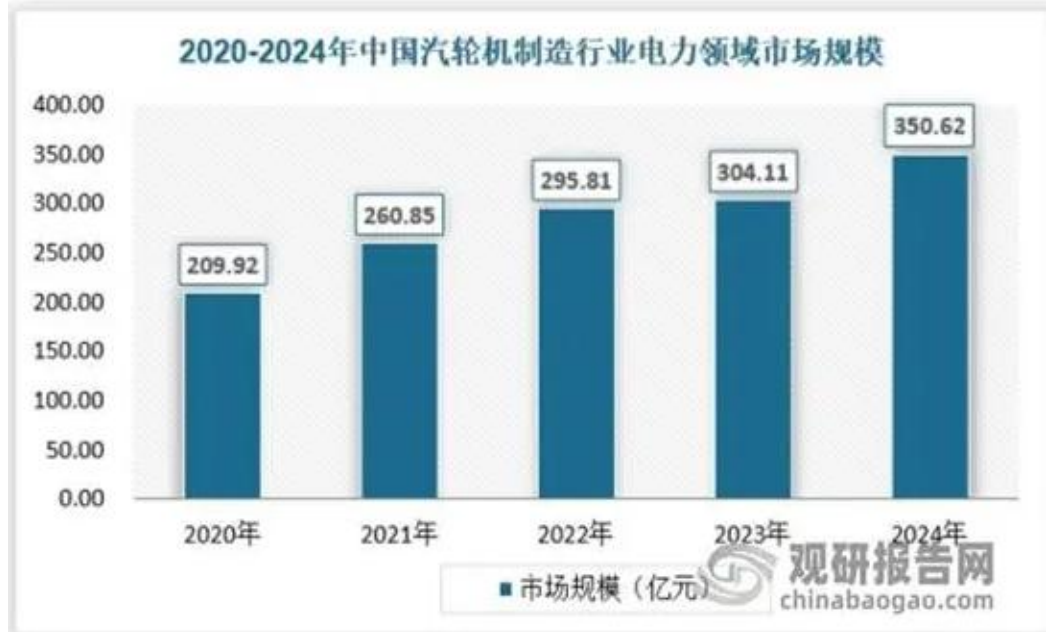


资料来源: 杭汽轮官网, 国盛证券研究所

### 1) 工业发电汽轮机

电力行业作为汽轮机最大的下游应用领域, 其发展状况直接决定了汽轮机的市场需求规模。2020 年电力领域汽轮机市场规模达到 209.92 亿元, 2024 年已经达到 350.62 亿元。

图表15: 2020-2024年我国汽轮机电力领域市场规模



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

- 在电力领域, 汽轮机的应用以火电为主。尽管近年来可再生能源发电快速发展, 但火电兼具基荷供电与调峰能力, 是保障电网稳定运行的“压舱石”, 在电力结构中仍占据重要地位。据国家统计局数据, 2025年全国规模以上工业发电量达97159亿千瓦时, 其中火力发电量62945亿千瓦时, 占比64.79%。同时, 随着火电投资建设稳步推进, 火电装机规模稳步扩大。截至2025年底, 我国火电累计装机容量达15.39亿千瓦, 较2024年末增加0.95亿千瓦, 直接带动汽轮机新增配套需求释放。

图表16: 2020-2025年我国火电累计装机容量变化



资料来源: 国家能源局, 观研天下, 国盛证券研究所

- **核电、生物质能发电行业的蓬勃发展，进一步拓宽了发电汽轮机的应用边界。**随着“双碳”战略深入推进、能源结构持续优化，以及国家对清洁能源支持力度不断加大，核电、生物质能发电产业快速发展，相关基础设施建设持续推进，装机规模稳步上升，为汽轮机应用提供了可观的增量空间。观研天下数据显示，截至2025年底，我国核电、生物质能发电累计装机容量分别达6248万千瓦、4743万千瓦，较2024年末分别增加165万千瓦、144万千瓦。

图表17: 2020-2025年我国核电累计装机容量变化



资料来源: 国家能源局, 观研天下, 国盛证券研究所

图表18: 2020-2025年我国生物质能发电累计装机容量变化



资料来源: 生物质能产业分会等, 观研天下, 国盛证券研究所

## 2) 工业驱动汽轮机

**2024年中国工业汽轮机市场规模140.25亿元**，高于行业整体增速。应用于化工、冶金、石油等领域，需求受工业化进程和能效升级驱动。

图表19: 2020-2024年我国汽轮机工业领域市场规模



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

目前，中国汽轮机制造行业竞争格局已经初步形成。

- **国际公司:** 西门子、GE、三菱等国际行业巨头凭借技术、品牌和成本优势，牢牢占据高端产品市场。

- **国内公司：**哈尔滨电气、东方电气、上海电气三家公司在大型汽轮机领域占据主导地位，是当前国内汽轮机行业的第一梯队。哈尔滨电气产品线丰富，从常规到超临界、超超临界汽轮机均有涉及，广泛应用于国内外市场；东方电气在高温高压和超临界汽轮机领域技术优势显著，产品性能稳定可靠；上海电气则凭借在新能源和海洋工程领域的汽轮机产品拓展市场空间。青岛捷能汽轮机集团股份有限公司在中小型汽轮机市场占有率居国内同行业首位，产品覆盖电站汽轮机和工业拖动汽轮机两大系列。

杭州汽轮机股份有限公司在工业汽轮机领域表现突出，尤其在驱动工业设备的汽轮机制造方面拥有技术和市场优势。

图表20: 我国汽轮机市场格局



资料来源：观研天下，国盛证券研究所

## 2.2 龙头地位稳固，工业汽轮机构成公司业绩压舱石

### 国内新增需求趋稳，产品向高附加值、高参数项目倾斜

在工业汽轮机领域，杭汽轮作为国内领先的工业汽轮机厂商之一，在标准制定、技术研发、生产制造、质量控制等关键环节占据主导地位。杭汽轮是国内少数可按用户的特殊需要非标设计制造工业汽轮机的厂商，亦是国内少数可与国际顶尖厂商同平台、同配置、同价格竞争的国产工业汽轮机厂商，在国内工业驱动领域市场占有率保持领先。根据中国电器工业协会汽轮机分会数据，2023 年，杭汽轮工业驱动汽轮机销量（以千瓦时计算）占国内主要汽轮机生产厂家工业驱动汽轮机总销量的比例超过 50%。凭借持续的技术革新，杭汽轮在石油、化工、热电联产、电站给水泵等领域制造了多个国内第一和国际国内首台（套）产品，累计获得浙江省装备制造业重点领域首台（套）产品认定、8 项国内首台（套）产品认定。

图表21: 公司资质丰富



资料来源: 杭汽轮官网, 国盛证券研究所

具备 **15 万千瓦等级驱动用工业汽轮机**和 **20 万千瓦等级反动式发电用汽轮机**的设计制造能力,可以满足世界上各类装置对工业汽轮机的使用要求。杭汽轮在恒力石化年产 150 万吨乙烯装置(现行在运的全球最大单线乙烯装置)中提供的驱动裂解气压缩机用 10 万千瓦等级汽轮机,是现行在运的全球最大功率驱动用工业汽轮机,被浙江省政府认定为“国际首台套”产品,这也代表着杭汽轮在工业汽轮机领域,具备同全球同行业公司“同技术、同标准、同领域”的竞争能力。目前,杭汽轮已经具备了 15 万千瓦等级驱动用工业汽轮机和 20 万千瓦等级反动式发电用汽轮机的设计制造能力,可以满足世界上各类装置对工业汽轮机的使用要求。

图表22: 150 万吨/年乙烯装置裂解气压缩机驱动用工业汽轮机试车成功



资料来源: 流程工业, 国盛证券研究所

产品结构向更高附加值、高参数或大单机价值项目倾斜。2024 年在销量下降的情况下,销售均价明显抬升,说明订单结构优化对收入和毛利有较强支撑。2024 年公司工业汽轮机销量 **361 台/套**,同比下降 **21.86%**,但销售均价升至 **1,226.67 万元/台(套)**,同比增长 **28.86%**。这通常意味着产品结构向更高附加值、高参数或大单机价值项目倾斜,而非简单的量价齐跌。

图表23: 杭汽轮工业汽轮机 2022-2024 产销及单价

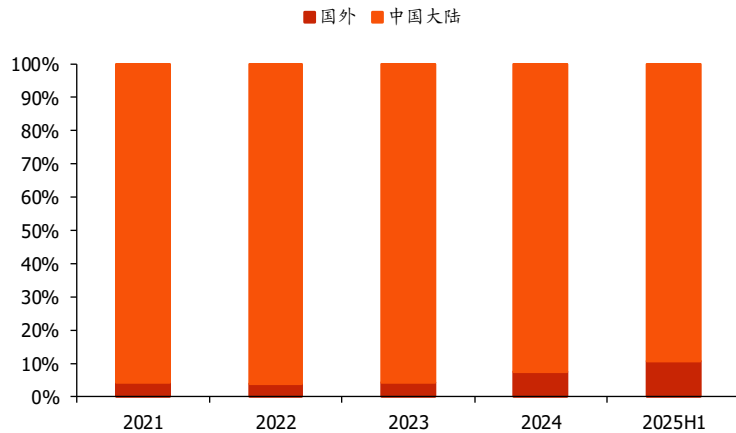
主要产品	项目	2024 年度	同比变动	2023 年度	同比变动	2022 年度
工业汽轮机	期初 (台/套)	109	-6.84%	117	-29.09%	165
	产量 (台/套)	360	-20.70%	454	22.37%	371
	销量 (台/套)	361	-21.86%	462	10.26%	419
	期末 (台/套)	108	-0.92%	109	-6.84%	117
	销售均价 (万元/台、万元/套)	1,226.67	28.86%	951.93	-9.73%	1054.49

资料来源: 杭州海联讯科技股份有限公司换股吸收合并杭州汽轮机动力集团股份有限公司暨关联交易报告书(草案), 国盛证券研究所

### 出海是工业汽轮机的第二弹性, 海外盈利质量优于国内

出海“一带一路”沿线国家, 价格和利润率优于国内。海外市场是近年来重点发力的市场拓展方向, 并采取代理商合作与海外办事处并举的模式进行开发。从区域上看, 公司海外业务主要集中在中亚、东南亚、中东、非洲等“一带一路”沿线国家。业务模式以跟随国内总包商出海提供配套设备为主, 部分项目与境外业主直签, 价格和利润率优于国内市场。

图表24: 杭汽轮国外营收占比逐年提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

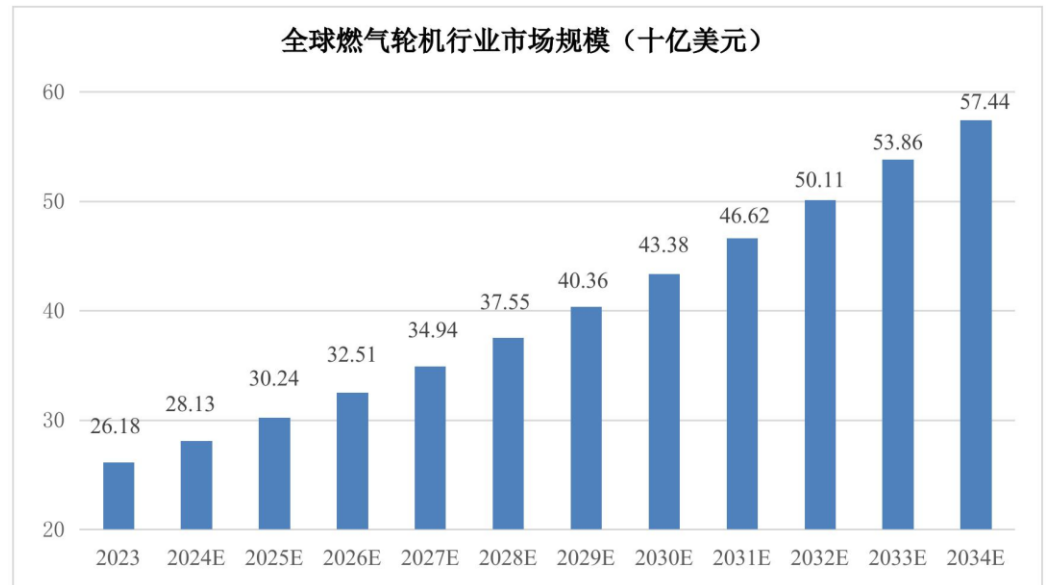
我们认为, 工业汽轮机属于成熟装备赛道, 整体需求与石化、煤化工、冶金、热电联产、垃圾发电、生物质发电等资本开支周期相关, 成长性通常不如新兴装备赛道, 但其优势在于客户需求长期存在、产品迭代慢、验证门槛高、售后服务价值大。对汽轮科技而言, 这部分业务更像“压舱石”, 主要贡献现金流、利润和客户基础。

### 3.自研燃机 HGT51F 商业化元年，战略性布局运维后市场

#### 3.1 燃气轮机：AI 浪潮下的动力心脏，全球排产已至 2030 年

燃气轮机凭借高效率、灵活调峰，成为传统能源向低碳化过渡的核心载体。燃气轮机已广泛应用于发电、舰船动力、机械驱动等重要领域，先进的燃气轮机已逐步成为热循环效率最高的大规模商业化发电方式。全球燃气轮机行业正处于能源转型与技术创新深度融合的关键阶段。随着全球对清洁能源需求的迫切性提升，燃气轮机凭借高效率、灵活调峰能力及与可再生能源的互补性，成为传统能源向低碳化过渡的核心载体。根据 PrecedenceResearch 数据，预计 2024 年全球燃气轮机市场规模为 281.3 亿美元，预计 2034 年将达到 574.4 亿美元左右，2024 年至 2034 年的复合增长率为 7.4%。

图表25：2023-2034E 全球燃气轮机市场规模



资料来源：杭州海联讯科技股份有限公司换股吸收合并杭州汽轮机集团股份有限公司暨关联交易报告书（草案），PrecedenceResearch，国盛证券研究所

中国已连续多年成为全球增长最快燃气轮机市场，年复合增长率约为 63.49%。随着能源结构的调整和优化，以及工业现代化的推进，中国已连续多年成为全球增长最快的燃气轮机市场，是发达国家燃气轮机出口的主要需求国之一。根据头豹研究院数据，2018 年至 2022 年，中国燃气轮机行业市场规模（按燃气轮机新装机总销售额统计）由 46.13 亿元增长至 329.56 亿元，年复合增长率约为 63.49%，预计 2027 年市场规模达到 705.26 亿元。

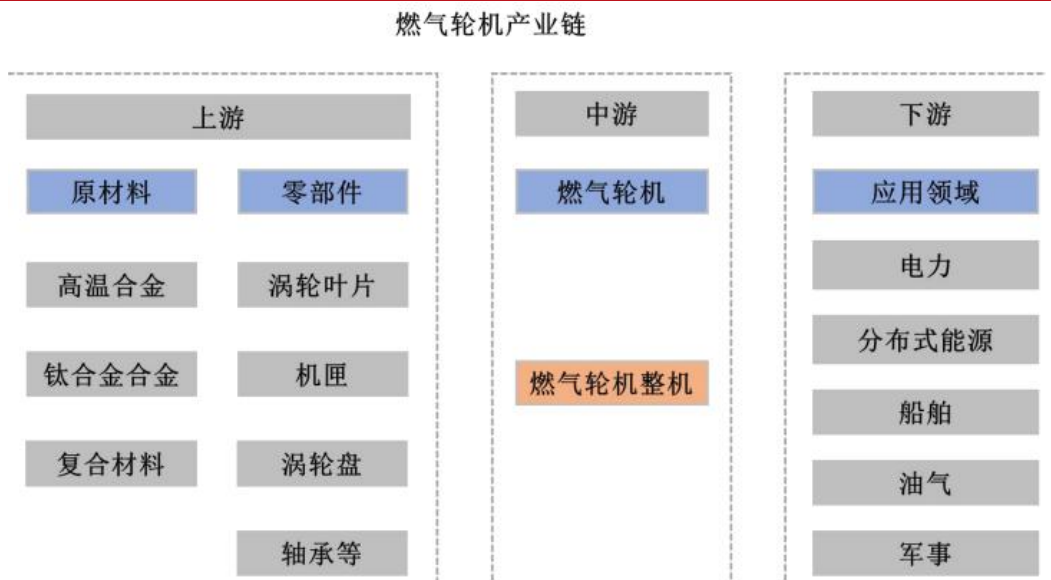
图表26: 2018-2027E 中国燃气轮机市场规模



资料来源: 杭州海联讯科技股份有限公司换股吸收合并杭州汽轮机集团股份有限公司暨关联交易报告书(草案), 头豹研究院, 国盛证券研究所

产业链上游以高温合金、钛合金、复合材料等特种材料研发及关键零部件制造为核心, 涵盖涡轮叶片、机匣、涡轮盘、轴承等高精度部件生产, 材料耐高温性能与加工精度直接影响整机可靠性; 中游为整机制造与系统集成, 需通过压气机、燃烧室与透平的协同设计与工艺控制, 形成高效、稳定的成套设备, 技术壁垒集中于气动设计、燃烧控制和冷却技术; 下游覆盖电力、分布式能源、船舶、油气、军事等应用场景, 并衍生出维护、维修及升级改造等后市场服务, 构成燃气轮机行业全生命周期价值的重要环节。

图表27: 燃气轮机产业链



资料来源: 杭州海联讯科技股份有限公司换股吸收合并杭州汽轮机集团股份有限公司暨关联交易报告书(草案), 国盛证券研究所

燃气轮机性能优越, 行业的需求主体多元化, 涉及发电、油气、船舶等多个下游领域。随着全球能源结构的转型和清洁能源的崛起, 燃气轮机以其高效、环保、灵活的特点, 将在更多领域发挥重要作用。特别是在电力行业, 燃气轮机作为发电、调峰和备用电源的重要设备, 其市场需求将持续增长。根据观研天下数据, 2024年下游应用领域中, 发电为燃气轮机主要应用领域, 市场份额占比达到 32%; 其次是油气领域, 占比为 29%, 舰船等其他领域占比 39%。

全球燃气轮机出现了供不应求的情况，很多订单交付要等到 2030 年。全球 AI 算力建设如火如荼，而电力供应不足、电网建设周期长等问题，成为制约算力发展的核心因素。在这样的背景下，燃气轮机凭借供电稳定性强、建设周期短等优势，成为满足 AI 数据中心爆发式用电需求的重要选项。

- **中国航发燃机：**目前客户的排产基本到了 2028 年底，为了应对产能爆发，寻求打造新的供应链，通过供应链保障来实现产能扩产；在四川德阳东方汽轮机生产基地进行 G50 燃机总装，一台燃机制造涉及 2 万余个精密零部件的加工与装配，发电能力可支撑约 7700 台 8 卡 AI 训练服务器满负荷运行。
- **哈尔滨电气集团：**16 兆瓦燃机项目上台作业，计划 4 月底完成天然气燃料燃气发生器满负荷试验及排放测试，7 月底前完成整机满负荷测试，实现机组定型。

### 3.2 从技术验证走向市场验证，自研燃机 HGT51F 首轮商业闭环

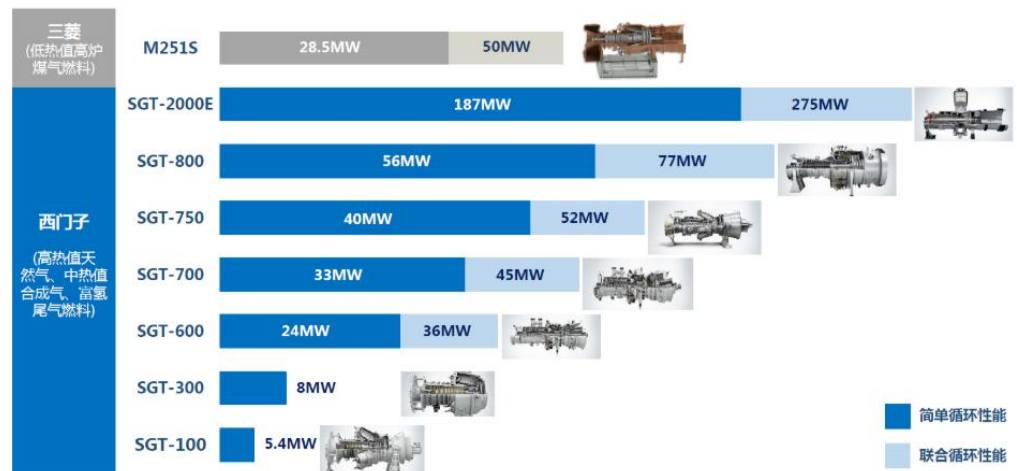
从西门子合作到自研 F 级燃机，完成“样机验证—示范项目—商业合同”三连跳

公司燃气轮机产品线包含合作产品和自研产品。

#### 1) 合作产品

公司与西门子合作的燃机产品线涵盖 SGT-500、SGT-600、SGT-700、SGT-750、SGT-800，功率范围覆盖 20MW~57MW。燃机电站投资金额少，维护成本低，运行灵活，已广泛应用于电力、市政、石油、化工、造纸、食品等行业，多样化的选择能更好的满足广大用户冷、热、电等耗能需求，实现最大化收益。

图表 28：杭汽轮中高热值燃料燃气轮机

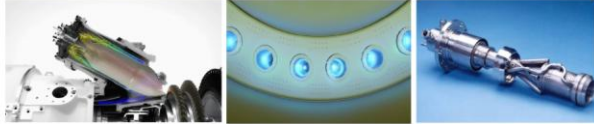


资料来源：杭汽轮官网，国盛证券研究所

公司与西门子合作制造的 SGT-800 燃气轮机，是针对天然气分布式与区域型热电联产的明星产品。作为 50MW 等级全球业绩最丰富，性能最可靠的燃气轮机产品，其单机出力覆盖 50~57MW，联合循环出力达 70~80MW，发电效率超过 56%，全球业绩超过 350 套。标配业内领先的干式低排放（DLE）燃烧技术，保证燃机高效率的同时确保 NOx 等污染物最低排放。

图表29: 气体排放优势

燃烧器类型	燃料	Nox @15% O2 70-100%负荷	CO @15% O2 70-100%负荷	VOC @15% O2 70-100%负荷	备注
气体燃烧器	天然气	≤15-20 ppmv	≤5 ppmv	1 ppm	3 <sup>rd</sup> DLE
双燃料燃烧器	柴油	≤25-42 ppmv	≤5 ppmv	6 ppm	3 <sup>rd</sup> DLE



■ 排放保证值依不同项目而定, 取决于现场条件, 要求的负载范围以及其他的项目参数。

资料来源: 杭汽轮官网, 国盛证券研究所

图表30: SGT-800 燃机联合循环优势

**SGT-800燃机联合循环应用优势**



**可靠性好、可用率高**  
**发电、供热效率优**  
**灵活、高效节省燃料**  
**紧凑布置占地少**  
**配置模式简单**  
**低排放满足最严格环保要求**  
**满足国家分布式能源要求**  
**供热能力突出**

资料来源: 杭汽轮官网, 国盛证券研究所

图表31: SGT-700 燃机性能

**SGT-700燃机性能**

单循环性能	
单机出力	32.8 MW (e)
燃料	天然气、液体燃料、双燃料
频率	50/60 Hz
效率	37.2 %
热耗率	9675 kJ/kWh
燃机转速	6500 rpm
排烟流量	95.0 kg/s
排烟温度	533 °C
Nox	≤ 15ppmv (15%O2 DLE)
联合循环性能 (1-1-1)	
联合循环出力	45.2 MW(e)
联合循环效率	52.3 %
联合循环性能 (2-2-1)	
联合循环出力	91.6 MW(e)
联合循环效率	53.1 %

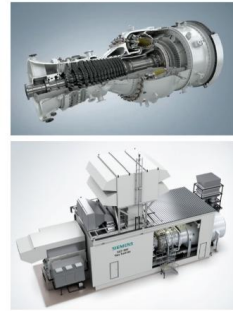


资料来源: 杭汽轮官网, 国盛证券研究所

图表32: SGT-800 燃机性能

**SGT-800燃机性能**

单循环性能		
单机出力	54 MW(e)	56 MW(e)
电效率	38.7%	39.0%
燃机转速	6608	6608
排烟流量	134.2 kg/s	135.0 kg/s
排烟温度	563 °C	568 °C
NOx排放 (15%O2 DLE)	≤15ppmv	≤15-20ppmv
联合循环性能 (1-1-1)		
联合循环出力	75.0 MW(e)	77.0 MW(e)
联合循环效率	55.3%	55.7%
联合循环性能 (2-2-1)		
联合循环出力	151.0 MW(e)	155.0 MW(e)
联合循环效率	55.4%	55.8%



资料来源: 杭汽轮官网, 国盛证券研究所

**2) 自研产品**

杭汽轮正在加快 **HGT51F** 自主燃气轮机整机试验和示范应用, 公司已经完成了“样机验证—示范项目—商业合同”三连跳。

- 2014 年, 杭汽轮正式成立燃机研究所, 隋永枫担任研发负责人。最初的团队只有 18 人, 踏上了自主创新的漫漫长途。
- 2024 年 7 月, 杭汽轮 B 首台具有自主知识产权的 HGT51F 型燃气轮机完成制造,
- 2025 年 1 月, 完成 HGT51F 型燃气轮机首次点火试验。
- 2026 年 1 月, HGT51F 重型燃气轮机的首个商业化合同正式签约, 将用于连云港徐圩新区建设自研燃机示范电站项目。
- 预计 2026 年年中交付首台商机, 力争年底并网发电。

图表33: 公司 HGT51F 研发项目

序号	项目名称	开发思路、内容及拟达到的目标	所处阶段	研发人员	预算金额
1	HGT51F 自主燃机样机研制工程	公司自主开发第一台 HGT51F 燃机样机的研制, 并完成自主燃机的装配, 实现掌握设计、制造 HGT51F 完全自主知识产权的燃机能力	研制中	隋永枫、马晓飞、潘慧斌、蓝吉兵等	10,000
2	HGT51F 燃烧室掺氢全温全压试验与富氢燃烧室改型设计	完成 HGT51F 燃烧室掺氢全温全压试验, 获得燃烧室稳定运行的掺氢比例上限, 基于试验结果建立不同掺氢比例下燃烧稳定调整方法; 优化改型 HGT51F 燃烧室局部结构, 以更好适应掺氢燃烧; 基于试验结果, 探索富氢燃烧室 ( $\geq 50\%H_2$ ) 设计与	研制中	初鹏、臧鹏、彭志胜、傅燕妮等	1,004

资料来源: 海联讯杭州海联讯科技股份有限公司换股吸收合并杭州汽轮动力集团股份有限公司暨关联交易报告书, 国盛证券研究所

高温、高压、高转速背后, 是研发的“高精度”。HGT51F 由 2 万多个零部件组成的机器, 运行时温度超 1300 摄氏度, 比火山熔岩的温度还高; 压力达到 16.5 个大气压, 相当于海底 160 米处的水压; 每分钟转速超 6000 转, 能在机组里掀起 10 级飓风。

图表34: 杭州汽轮动力集团自主研发的 F 级 50 兆瓦重型燃气轮机 HGT51F



资料来源: 杭州发布, 国盛证券研究所

图表35: F 级 50 兆瓦重型燃气轮机 HGT51F 点火

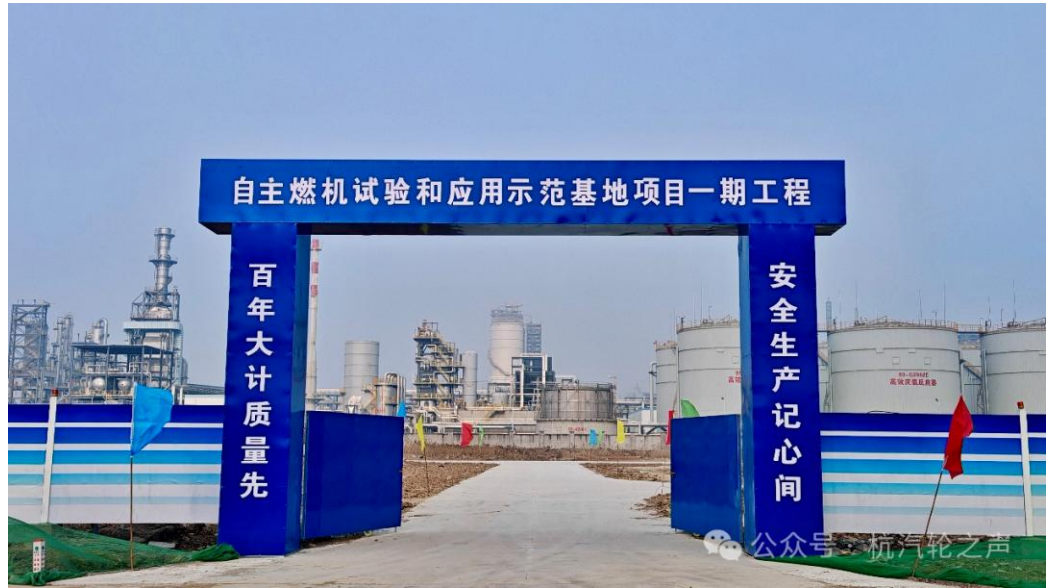


资料来源: 杭州发布, 国盛证券研究所

### 连云港项目是 HGT51F 商业化起点, 首台套落地决定后续放量斜率

2026 年 1 月 16 日, 连云港自主燃机试验和应用示范基地一期项目燃气轮机商务合同签订仪式在徐圩新区管委会隆重举行。这是杭汽轮完全自主研发 50MW 级 HGT51F 重型燃气轮机取得的首个商业化合同, 标志着该机型正式迈出了工业化应用的关键一步, 圆满实现从研制开发到市场化落地的成功闭环。

图表36: 连云港自主燃机试验和应用示范基地一期项目



资料来源: 杭汽轮公众号, 国盛证券研究所

根据自主燃机试验和应用示范基地项目一期工程 EPC 招标信息, 连云港项目定位为**热电联产**, 工程配套**1套燃气轮机发电机组、1台余热锅炉及相关辅机**, 所发电力接入石化园区增量配电网, 并向园区热用户供汽。这意味着 HGT51F 首个落地场景并不是孤立电站设备销售, 而是与园区能源供应体系深度耦合的综合解决方案。我们认为, 对于汽轮机科技而言, 天然有利于发挥其在工业透平、热电联产和配套系统方面的既有积累。

图表37: 自主燃机试验和应用示范基地项目一期工程 EPC (二) 招标公告

2.1.2建设规模: 本项目拟建设1台杭汽轮机公司自主研发的50MW级HGT51F重型燃气轮机示范机组(配套余热锅炉), 1座燃气轮机装备制造车间, 1座天然气增压站及项目配套公辅设施。

2.1.3最高投标限价: 16022.017433万元。本项目投标总价招标人设有期望值, (招标人期望值=(16022.017433-暂列金额)\*95%+暂列金额=15257.325441万元)。

其中:

(1) 工程设计费(含税, 税率为6%)最高投标限价: 206万元, 招标人期望值: 工程设计费期望值: 195.7万元。

(2) 设备购置费(含税, 税率为13%)最高投标限价: 6577.975万元, 招标人期望值: 设备购置费期望值: 6249.07625万元。

(3) 建筑安装工程费(含税, 税率为9%)最高投标限价: 7985.576964万元, 招标人期望值: 建筑安装工程费期望值: 7586.298116万元。

(4) 工程总承包其他费(含税, 税率为9%)最高投标限价: 524.287871万元, 招标人期望值: 建筑安装工程费期望值: 498.073477万元。

(5) 暂列金额: 728.177598万元。

资料来源: 江苏省公共资源交易平台, 国盛证券研究所

燃气轮机均价从**7169万元/台**, 逐步提升至**2.00亿元/台**。2022/2023/2024年燃气轮机销量分别为9/9/8, 而销售均价分别为7169.18/12171.52/19904.82万元, 呈现稳步提升态势。

图表38: 公司燃气轮机产销及均价情况

主要产品	项目	2024 年度	同比变动	2023 年度	同比变动	2022 年度
燃气轮机	期初 (台/套)	1	0.00%	1	/	0
	产量 (台/套)	8	-11.11%	9	-10.00%	10
	销量 (台/套)	8	-11.11%	9	0.00%	9
	期末 (台/套)	1	0.00%	1	0.00%	1
	销售均价 (万元/台、万元/套)	19,904.82	63.54%	12,171.52	69.78%	7,169.18

资料来源: 海联讯杭州海联讯科技股份有限公司换股吸收合并杭州汽轮机集团股份有限公司暨关联交易报告书, 国盛证券研究所

**燃气轮机产能优势突出, 后续期订单兑现无忧。**2023年5月8日, 杭汽轮与杭州市规划和自然资源局临平分局签订《国有建设用地使用权出让合同》, 约定杭汽轮受让坐落于临平街道屯里社区临平政工出(2023)14号地块之土地使用权, 面积为43,008 m<sup>2</sup>, 使用权类型为出让, 该地块用于年产10台套燃气轮机机组项目的建设, 建设项目建筑规模为96,557.22 m<sup>2</sup>。

图表39: SGT-800 燃机灵活的长协服务内容

项 目	2024.12.31		
	账面余额	减值准备	账面价值
年产10台套燃气轮机机组项目	43,281.17	-	43,281.17

资料来源: 海联讯杭州海联讯科技股份有限公司换股吸收合并杭州汽轮机集团股份有限公司暨关联交易报告书, 国盛证券研究所

### 提前卡位后市场, 运维服务有望提升盈利质量

**燃气轮机检修成本高昂, 需制定科学合理的检修计划, 延长使用寿命。**燃气轮机是整个电站的核心部件价格很高, 检修成本也是最大的, 因此对燃气轮机的关键部件, 如燃烧系统部件的火焰筒、过烧段, 热通道部件透平喷嘴、动叶、静叶、复环等检查、维修、更换要制定科学合理的检修计划和检修周期, 延长使用寿命, 减少维修费用, 提高经济效益。燃气轮机主机的检修按检修的范围分为小修(燃烧检查)、中修(热通道检查)和大修。检修计划和检修周期的制定要综合考虑燃料的特性、机组运行方式、水或蒸汽注入、启动次数、环境因素、现场窥孔检查结果、热通道部件的可靠性分析、机组的状态检修等因素, 结合历次大修、小修的间隔、部件的修理和更换间隔来确定。

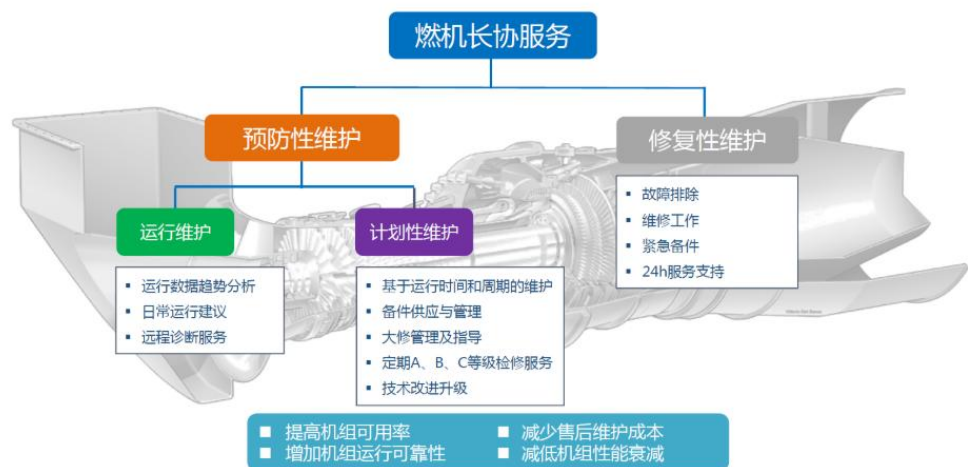
图表40: 燃机维护周期及维护等级



服务能力涵盖 7-250MW 燃机, 可提供一体化的整机维修服务。公司全资子公司浙江燃透平机械有限公司致力于重型燃气轮机、轻型燃气轮机自主运维及技术改造, 是国内少数几家能够独立开展燃机核心部件维修业务的第三方运维企业, 能为国内外燃机用户提供全方位的工厂维修服务 and 专业的现场检修服务。公司服务能力涵盖 7MW、15MW、30MW、50MW、120MW、250MW 等各等级多款重型、轻型及航改型燃气轮机, 维修范围覆盖涡轮叶片及护环、燃烧室部件、压气机转子等核心部件, 同时可提供一体化的整机维修服务。**2025 年, 燃创公司开展燃机自主检维修服务业务有了实质性的转变, 全年已承接订单额超过 1.4 亿元, 并在业务广度和深度上取得了突破。**

投运巴基斯坦本地化服务示范区域, 完成服务管理平台二期建设。杭汽轮打造基于机组全生命周期、涵盖各环节全方位的一体化服务模式, 建成并投运巴基斯坦“本地化服务”示范区域。完成服务管理平台二期建设, 实现系统信息链贯穿“大客户设备全生命周期管理”。整合状态监测、故障诊断、延寿评估等资源, 推进“杭汽轮智慧运维中心”建设。建立客户回访、巡检以及培训管理机制; 以用户需求为导向, 提高服务质量和效率, 实现服务体系标准化。

图表41: SGT-800 燃机灵活的长协服务内容



## 盈利预测

### 营业收入预测：

- **海联讯：**主业为电力信息化，跟随电网投资进度，2024 年，我国电网基本建设投资完成额达到 6,083 亿元，同比增长 15.26%，增速同比上升 9.86%，2025 年投资额预计再创历史新高。国家电网表示，2025 年电网投资将首次超过 6,500 亿元，聚焦优化主电网、补强配电网、服务新能源高质量发展。因此我们预计该业务收入基本保持平稳增长，我们预计 2026-2028 年营收增速 2%/5%/5%。毛利率方面，海联讯毛利率保持稳定，我们假设 2026-2028 年的毛利率稳定在 25%/25%/25%。
- **杭汽轮：**1) 工业汽轮机业务方面，考虑当前双碳政策下火电建设放缓、重化工行业建设进入平稳期等因素，预计该业务收入保持平稳。2) 燃气轮机业务方面，考虑到该业务有望受益于 AI 电力需求，且自主燃气轮机产量有望上升，同时，跟随自主燃机销量逐步增加，该业务毛利率有望缓慢提升。我们预计 2026-2028 年营收增速为 23%/9%/11%，毛利率为 20%/24%/28%。

图表42：2026-2028 年汽轮科技盈利预测（百万元）

海联讯业务	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	228.06	195.61	200	209	220
增长率%	7.1%	-14.2%	2%	5%	5%
毛利率	23.85%	25.80%	25%	25%	25%
杭汽轮业务	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	6638.93	5517.93	6773	7362	8136
增长率%	12.1%	-16.9%	23%	9%	11%
毛利率	19.4%		20%	24%	28%
<b>合计营收</b>	<b>6,866.99</b>	<b>5,713.54</b>	<b>6,972.94</b>	<b>7,571.19</b>	<b>8,355.81</b>

资料来源：Wind，国盛证券研究所

### 费用与费用率方面：

由于海联讯体量较小，因此合并后公司我们主要参考杭汽轮的历史数据，杭汽轮主要费用指标保持平稳，因此我们按照费用与杭汽轮以往数据基本持平或伴随收入增长而小幅变动来进行预测。

图表43：2026-2028 年汽轮科技费用率预测

项目	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用	11.94	13.62	13.48	209.19	227.14	250.67
销售费用/营业收入	5.60%	5.97%	6.89%	3.00%	3.00%	3.00%
管理费用	24.17	24.44	28.56	244.05	378.56	417.79
管理费用/营业收入	11.35%	10.72%	14.60%	3.50%	5.00%	5.00%
研发费用	6.22	6.22	6.05	209.19	302.85	459.57
研发费用/营业收入	2.92%	2.73%	3.09%	3.00%	4.00%	5.50%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

### 采用分部估值：

**1) 海联讯：**我们选取朗新科技、国能日新、东方电子作为可比公司，原因在于三家公司均为电力 IT 领军公司，与海联讯具备可比性，2026-2028 年可比公司 PS 分别为 5x/4x/3x，因此我们预计 2026 年海联讯估值 10 亿元。

图表44: 海联讯可比公司 (截止至 2026 年 4 月 29 日收盘)

公司名称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028
朗新科技	148	55	65	75	3	2	2
国能日新	87	9	11	14	10	8	6
东方电子	179	95	108	123	2	2	1
平均	138	53	62	71	5	4	3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 可比公司盈利预测来自于 wind 一致预期

**2) 杭汽轮:** 我们选取东方电气、上海电气、航发动力作为可比公司, 原因在于三家公司均为燃气轮机整机领军公司, 与杭汽轮具备可比性。2026-2028 年可比公司 PE 分别为 94x/71x/58x。汽轮科技 2026Q1 净利率 6.51%, 假设全年净利率 7%, 则本细分业务 2026 年净利润 5 亿元, 因此我们预计 2026 年杭汽轮业务市值 446 亿元。

**估值与投资建议:** 我们预计 2026-2028 年公司实现营业收入为 **69.73/75.71/83.56 亿元**, 归母净利润分别为 **6.05/7.22/9.05 亿元**。

从估值来看, 我们认为 2026 年杭汽轮+海联讯估值 456 亿元, 截止至 2026 年 4 月 29 日收盘, 汽轮科技市值 273 亿元, 向上空间 67%。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表45: 杭汽轮可比公司 (截止至 2026 年 4 月 29 日收盘)

公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028
东方电气	1,361	48	57	71	29	24	19
上海电气	1,102	15	24	29	72	47	38
航发动力	1,212	7	8	10	182	143	118
平均	1,225	23	30	37	94	71	58

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 可比公司盈利预测来自于 wind 一致预期

## 风险提示

**技术迭代不及预期风险:** 若技术迭代不及预期, 则对产业链相关公司会造成一定不利影响。

**经济下行超预期风险:** 若宏观经济景气度下行, 固定资产投资额放缓, 影响企业再投资意愿, 从而影响消费者消费意愿和产业链生产意愿, 对整个行业将会造成不利影响。

**行业竞争加剧风险:** 若相关企业加快技术迭代和应用布局, 整体行业竞争程度加剧, 将会对目前行业内企业的增长产生威胁。

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

<b>北京</b> 地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>上海</b> 地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
<b>南昌</b> 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>深圳</b> 地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com