仅供内部参考，请勿外传

深耕深海油气装备，燃气轮机业务打开成长空间

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-18.1	-33.1	-10.5
绝对收益	-17.8	-23.6	15.2

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 轩鹏程
证书编号： S0500521070003
Tel： (8621) 50295321
Email： xuanpc@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路 88 号中国人寿金融中心 10 楼

核心要点：

❑ 迪威尔：油气设备专用件领先企业

南京迪威尔高端制造股份有限公司成立于 1996 年，前身为南京利达亿工贸公司。2000 年，公司开始承接油气设备专用件业务。2008 年，公司陆续与 FMC、Cameron 等公司开展合作。2013 年，公司通过沙特阿美审核。2014 年起，公司成功研发采油树主阀等深海设备核心专用件。2020 年，公司在科创板上市，募投项目主要以 350NM 多向双动复合挤压生产线为核心。2021 年，公司获得 FMC“深海连接器”订单，实现从零件到部件的升级。2024 年，公司开始为贝克休斯供应工业燃气轮机零部件，完成全资收购 HME 公司。2025 年，350MN 多向模锻液压机获 TFMC、SLB、贝克休斯等核心客户生产能力审核。2026 年，公司 350MN 多向模锻项目正式投产。成功发行可转债，建设“工业燃机关键零部件产品精密制造”等项目。

❑ 高位油价叠加深海资源占比提升，全球油气开发投资有望保持增长

油价有望维持高位，驱动油气行业资本支出上修。从全球来看，石油作为最重要的传统能源之一，未来全球产销量仍有望保持稳定增长。而从历史上看，国内外头部油气公司资本支出增速与油价变化高度一致。今年以来，美伊冲突导致国际油价剧烈波动，据 Wind，截至 6 月 29 日，布伦特原油期货结算价 2026 年均值为 87.7 美元/桶，较 2025 年均值上涨 28.6%。并且，假设未来美伊冲突中止或结束，在伊朗或执行霍尔木兹海峡收费机制、全球原油补库需求等因素拉动下，油价仍有望保持在高位，从而带动国际油气公司增加资本支出。

成本下降驱动深海与非常规油气开发占比逐渐提升。近年来，在标准化设计、模块化制造等技术应用带来服务成本快速下降，叠加深海油气资源单井产量高、衰减慢以及品质高等优点，深海油气项目的全生命周期成本持续快速下降。据公司可转债说明书，海上成熟开采的深海项目成本已低于 20 美元/桶，基本与陆上油气项目成本相当，而深水和超深水项目成本则在 35-40 美元/桶。而在深海项目成本快速下降叠加陆上资源逐渐匮乏，深海油气资源已成为全球油气勘探开发的重要领域。据云南矿业协会，2011-2021 年全球发现大型油田中，深水和超深水可采储量占比高达 65.1%，远高于 2000-2010 年的 24.3%。

❑ 公司为油气专用件龙头，未来有望实现“油气+燃机”业务双轮驱动

公司深海业务持续突破，收入和利润占比持续提升。由于深海设备长期运行在高温高压、腐蚀性等环境下，对于深海采油树、阀体等专用件的承压、抗腐蚀等性能指标和可靠性有极高要求。据公司招股书，公司自 2011 年起开始研发深海设备专用件产品，2014 年成功研发采油树主阀等核心专用件，2021 年获得 TechnipFMC 深海连接器订单，实现从零件到部件的升级。随着深海产品不断拓展，公司深海专用件业务收入由 2012 年 0.3 亿元增长至 2022 年 3.6 亿元，占公司收入比重由 8.0%上升至 37.0%。且由于深海产品性能指标要求极高，其毛利率要高于公司整体毛利率近 10 个百分点。此外，公司与全球深海油气服务商 TechnipFMC 合作历史悠久，FMC 亦是公司最核心客户之一。未来，公司作为 TechnipFMC 核心供应商之一，有望伴随 FMC 深海业务扩张而实现共同成长。

仅供内部参考，请勿外传

公司募投项目开启投产，多向模锻工艺有望驱动公司“量利”双升。相比于自由锻等其他工艺，多向复合挤压工艺具备制坯成本低、复杂零件可一次成形、工序和火次少、能耗与材料烧损低等优点，在批量化生产上具有节省材料和减少加工量的成本优势和效率优势，适合于产品形状复杂、单件产品重量相对较小、承压能力均匀的专用件产品。同时，多向模锻工艺不仅适用于石油化工领域，亦可应用于核电、发电、航空等其他耐高压和耐腐蚀领域。而据公司官网，2026 年 6 月公司 IPO 项目—油气装备关键零部件项目正式竣工投产，该项目以全球首条 350MN 多向双动复合挤压机为主体设备，年产能达 10 万件腔件产品和高端阀体。未来，随该项目产能逐渐爬坡，公司有望扩大在油气领域的产品系列，并突破核电等其他领域。并且，多向模锻工艺的显著优势亦支撑其拥有更高盈利能力。

成功发行可转债建设燃机项目，未来有望成公司第二成长曲线。在全球人工智能产业快速爆发驱动下，数据中心建设潮拉动工业燃气轮机需求量高速增长。《Gas Turbine World》预计 2025 年全球工业燃机销量有望达 70.8GW，同比增长 21.3%；且未来 10 年全球工业燃气轮机新订单总额将超过 1370 亿美元，大修和维修售后市场的产品和服务总额预计将超过 2610 亿美元。而据公司可转债募集说明书，公司已为三菱重工、贝克休斯等全球燃机龙头供应燃气轮机零部件。2026 年 6 月公司已成功发行可转债，建设“工业燃气轮机关键零部件产品精密制造”等项目。该项目建成后年产约 1 万件工业燃气轮机零部件，达产后预计年收入可达 8.5 亿元（不含税）。

❑ 投资建议

美伊冲突等地缘事件叠加能源安全背景下，全球油价或将处于高位，带动油气公司资本支出企稳回升。同时，技术进步、成本下降以及资源禀赋驱动深海油气资源开发占比持续提升。公司深耕油气设备专用件领域，深海设备专用件业务收入和占比持续提升。同时，公司多向模锻项目开启投产，有望贡献收入增量并提升盈利能力，且公司燃机零部件业务有望成未来重要增长动力。综上，我们预计 2026-2028 年，公司营业收入为 14.1、17.7、22.9 亿元，同比增长 17.0%、25.7%、29.1%；归母净利润 1.9、2.9、4.3 亿元，同比增长 57.8%、54.7%、48.5%。对应 2026 年 6 月 29 日收盘价，市盈率为 29.1、18.8、12.7 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

❑ 风险提示

全球油价长期下跌导致油气行业资本支出不及预期。公司深海设备专用件业务发展不及预期。公司多向模锻项目产能爬坡不及预期。公司燃气轮机零部件业务发展不及预期。原材料价格大幅上涨。人民币汇率大幅升值导致汇兑损失超预期。

财务预测	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,207	1,412	1,775	2,291
同比	7.4%	17.0%	25.7%	29.1%
归母净利润（百万元）	119	188	291	433
同比	39.4%	57.8%	54.7%	48.5%
毛利率	22.1%	25.6%	28.4%	31.1%
净利率	9.9%	13.3%	16.4%	18.9%
ROE	6.3%	9.3%	13.2%	17.3%
每股收益（元）	0.51	0.81	1.25	1.85
P/E	46.0	29.1	18.8	12.7
P/B	2.9	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	30.2	14.7	10.7	7.7

资料来源：同花顺 iFind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 迪威尔：油气设备专用件领先企业 1
1.1 公司发展历程与组织架构 1
1.2 公司主营业务与产品 2
1.3 公司经营情况与财务分析 3
2 高位油价叠加深海资源占比提升，全球油气开发投资有望保持增长 6
2.1 全球石油产销稳定增长，高位油价持续下油气行业资本支出有望上移 6
2.2 成本下降驱动深海与非常规油气开发占比逐渐提升 9
2.3 全球油田服务市场增长稳定，行业格局高度集中 10
3 油气专用件龙头，未来有望“油气+燃机”双轮驱动 13
3.1 专注油气装备专用件领域，深海业务占比持续提升 13
3.2 募投项目开启投产，多向模锻工艺驱动公司质量双升 15
3.3 成功发行可转债建设燃机项目，未来有望成公司第二成长曲线 17
4 核心假设 19
5 投资建议 20
6 风险提示 20

图表目录

图 1 迪威尔发展历程 1
图 2 迪威尔股权架构 2
图 3 迪威尔主要产品矩阵 3
图 4 2011 年-2026Q1 公司营业收入及增速 3
图 5 2011 年-2026Q1 公司归母净利润及增速 3
图 6 2012-2025 年公司营业收入构成 4
图 7 2012-2025 年公司各业务毛利率变化(单位:%) 4
图 8 2011 年-2026Q1 公司销售毛利率与净利率 5
图 9 2011 年-2026Q1 公司各项期间费用率变化 5
图 10 2011 年-2025 年公司资产负债率和周转率变化 5
图 11 2011 年-2025 年公司 ROA 和 ROE 变化 5
图 12 2000-2027 年全球石油产量及预测 6
图 13 2000-2027 年全球石油消费量及预测 6
图 14 布伦特原油期货结算价变化 7
图 15 布伦特原油期货结算价年度均值 7
图 16 海外主要油气公司资本支出(单位:亿美元) 7
图 17 海外主要油气公司资本支出合计增速 7
图 18 中国原油进口量与对外依存度 8
图 19 中国天然气进口量与对外依存度 8
图 20“三桶油”资本支出(单位:亿元) 8
图 21“三桶油”资本支出增速与平均油价变化 8
图 22 近 20 年全球海域油气产量增长情况 9

仅供内部参考，请勿外传

图 23 全球页岩气分布情况 9
图 24 中美加三国天然气生产方式预测 9
图 25 我国及全球油田服务市场规模(单位:亿美元) 11
图 26 全球油气服务产业链 11
图 27 2018 年陆上井口设备市场分布 12
图 28 2018 年深海设备市场分布 12
图 29 深海采油设备示意图 13
图 30 公司深海设备专用件业务收入及占比 14
图 31 公司深海设备专用件业务毛利率 14
图 32 TechnipFMC 在手订单(单位:亿美元) 14
图 33 公司对 TechnipFMC 收入及占总收入比例 14
图 34 多向加载旋转挤压示意图 15
图 35 公司油气装备关键零部件项目进度 16
图 36 公司油气装备关键零部件项目竣工仪式 16
图 37 全球数据中心总耗电量(TWh) 17
图 38 全球工业燃机销售量及预测 17
图 39 中国燃气轮机市场规模及增速 18

表 1 主要类型油气全生命周期成本 10
表 2 多向模锻工艺部分应用领域和产品 16
表 3 迪威尔主要业务业绩预测 19

仅供内部参考，请勿外传

我们与市场观点的不同

1、从总量上看，市场认为若美伊冲突顺利结束、油价将大幅回落，从而导致油气公司资本支出走弱。但我们认为，首先，美伊冲突仍有反复的可能。同时，即使美伊冲突结束下霍尔木兹海峡开放，但经过这一事件后，各国将更加重视自身能源安全，未来中长期油价中枢仍将有所上移。此外，国际油气公司资本支出的核心驱动因素并非短期油价变化，而是至少一年以上的中长期油价。因此，若中长期油价的上移，叠加各国愈发重视能源安全背景下，全球油气行业资本支出仍有望保持增长。

2、从结构上看，在技术进步带动成本下降以及陆上和近海的优质油气资源日益减少下，全球油气行业对于深海和非常规油气资源的开采力度持续增长。我国能源局亦提出聚焦“两深一非一老”（深层、深水、非常规、老油田）四大战略领域。而公司早先已深入布局深海设备专用件，实现从深海设备采油树主阀、管汇到深海连接器的“升级”，并通过与全球深海油气服务商龙头—TechnipFMC 公司的深入绑定，实现深海设备的订单和收入的持续提升，从而充分受益于全球深海油气资源开发投资的持续增长。

股价催化因素

1、国际油价企稳或持续大幅回升。

2、公司业绩增长超预期。

3、公司深海设备专用件订单持续加速增长。

4、公司多向模锻项目投产进度加快。

5、公司燃气轮机业务发展超预期。

仅供内部参考，请勿外传

1 迪威尔：油气设备专用件领先企业

1.1 公司发展历程与组织架构

1.1.1 发展历程

1996 年，南京利达亿工贸公司成立，第二年更名为南京迪威尔实业公司。2000 年，实业公司开始承接油气设备专用件业务，并逐步聚焦于该项业务。2008 年，陆续与 GE Oil & Gas、FMC 和 Cameron 等国际油气技术服务公司及设备制造商开展陆上井口及采油树锻件等产品合作。2009 年，实业公司、李跃玲及张洪共同发起设立南京迪威尔（即本公司），并陆续建设完成 35MN 压机及配套项目。2013 年，公司通过沙特阿美审核，以此为契机扩大中东及北非市场。2014 年起，公司成功研发采油树主阀等深海设备核心专用件，全面进入深海设备全球供应链。2020 年，公司在科创板上市，募投项目主要以 350NM 多向双动复合挤压生产线为核心。2021 年，获得 FMC“深海连接器”订单，实现从零件到部件的升级。被纳入 TechnipFMC 产品标准化 2.0 版供应商。入选 Schlumberge 25 核心供应商，为其独家提供油气锻件。成为三菱重工合格供应商，供应工业燃气轮机零部件。2022 年，公司“70MN 深海油气开发水下生产系统关键部件制造项目”投产运行，深海订单占比明显上升。2023 年，成功交付最大客户 TechnipFMC 首件深海零件。2024 年，开始为贝克休斯供应工业燃气轮机零部件，完成全资收购 HME 公司。2025 年，350MN 多向模锻液压机获 TFMC、SLB、贝克休斯等核心客户生产能力审核。2026 年，公司 350MN 多向模锻项目正式投产。发行 9 亿元可转债，建设“工业燃气轮机关键零部件产品精密制造项目”。

图 1 迪威尔发展历程



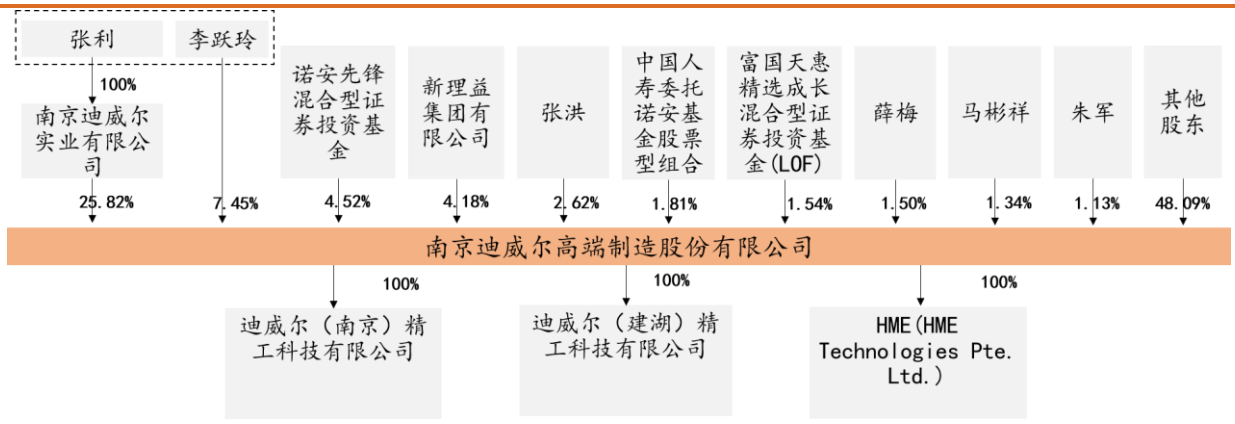
资料来源：公司招股书、公司可转债募集说明书、公司 2025 年年报、公司微信公众号、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.1.2 公司股权架构

截至 2026 年一季报，公司第一大股东为南京迪威尔实业有限公司，其直接持有公司 25.82%股份。公司实际控制人为张利、李跃玲夫妇，其合计控制公司 33.27%股份。业务架构方面，公司旗下主要包括迪威尔（南京）精工科技有限公司、迪威尔（建湖）精工科技有限公司以及新加坡子公司 HME。迪威尔（南京）精工科技和迪威尔（建湖）精工科技主要负责公司油气设备专用件等主要产品的生产，HME 公司则系公司 2024 年全资收购的子公司，为石油及天然气行业设备的 OEM 合同制造商，生产用于相关行业设备的机械及组装零件，长期服务于大型国际油气设备公司。

图 2 迪威尔股权架构



资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.2 公司主营业务与产品

公司专注油气设备专用件领域，覆盖陆上、水下等领域。目前，公司产品主要包括油气生产系统专用件、井控装置专用件及非常规油气开采专用件。其中，油气生产系统专用件包括深海设备专用件（深海采油树、管汇、阀体、管壳、深海连接器等）和井口及采油树专用件（采油树阀、悬挂器、套管头、油管头、四通、法兰等）。井控装置专用件主要为钻采设备专用件，是指勘探和开采油气的全套机械设备的零部件，包括防喷器壳体、活塞、顶盖、管汇等。非常规油气开采专用件主要为压裂设备专用件，属于开采页岩油气压裂作业设备的核心部件，包括压裂泵缸体、封井器、井口球阀、投球器、活动弯头、油壬、蜡球管汇、压裂管汇等。

仅供内部参考，请勿外传

图 3 迪威尔主要产品矩阵

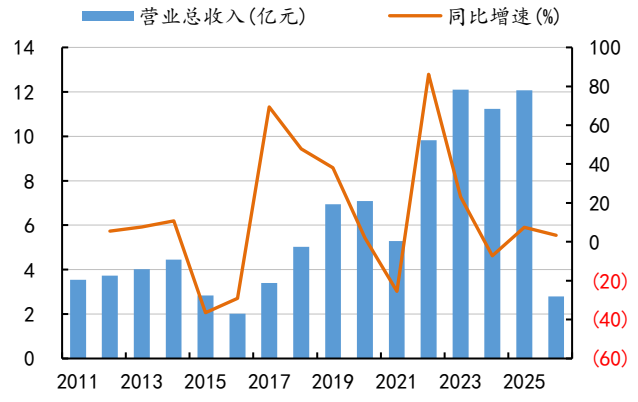
分类	深海设备专用件				井口及采油树专用件					井控装置专用件	非常规油气开采专用件			
主要产品	深海采油树主阀	深海高压井口本体	深海导管头/低压井口本体	深海管汇本体	组合阀	悬挂器	闸阀	油管四通/套管四通	套管头	防喷器壳体	压裂泵液力端	压裂闸阀	多孔注入压裂头	大通径法兰直管
图示														

资料来源：《公司可转债募集说明书》、湘财证券研究所

1.3 公司经营情况与财务分析

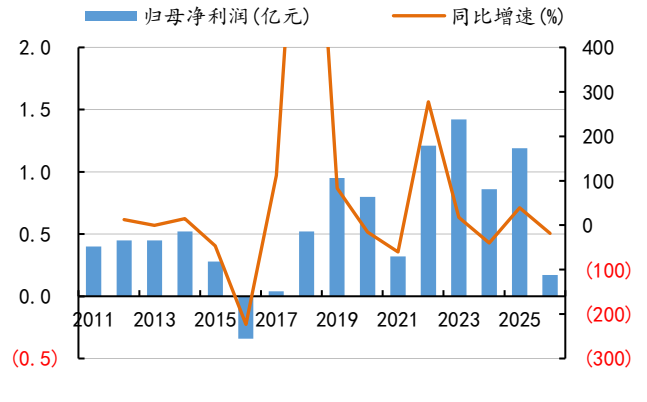
公司业绩受长期油价影响，近年来保持高速增长。回顾公司业绩，2011 年至 2014 年，受油价持续上涨驱动油气公司资本支出增长，公司营业收入由 3.5 亿元增长至 4.4 亿元，归母净利润由 0.4 亿元增长至 0.5 亿元。而 2015 年至 2016 年，受油价持续下跌影响，公司收入和利润大幅下降至 2016 年的 2.0、-0.3 亿元。而自 2017 年起，随着国际油价逐渐回升，叠加公司持续拓展产品品类，除 2021 年因疫情导致导致国际油气公司缩减资本支出而影响公司收入外，公司营业收入逐渐增长至 2023 年 12.1 亿元，相比 2016 年复合增速达 29.2%；2023 年归母净利润亦达到 1.4 亿元，相比 2017 年复合增速高达 81.3%。而 2024 年以来，虽然国际油价呈下跌趋势，但公司通过提升深海设备专用件等附加值产品收入及占比，实现收入和利润保持在高位。

图 4 2011 年-2026Q1 公司营业收入及增速



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 2011 年-2026Q1 公司归母净利润及增速



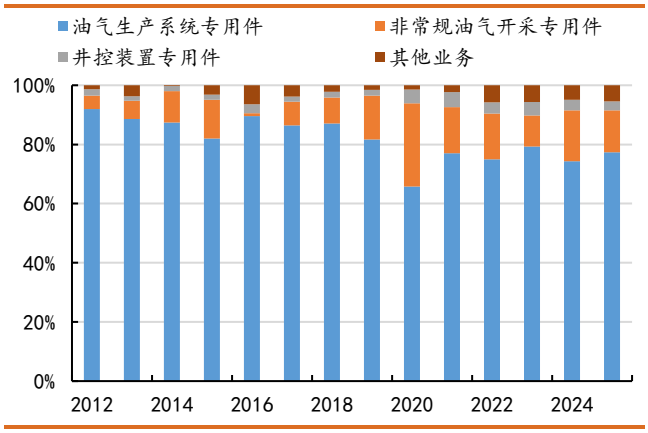
资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

油气生产系统专用件为公司主要收入来源，深海设备专用件占比持续提升。从收入结构来看，油气生产系统专用件（包含深海设备专用件和井口设备专用件）业务为公司主要收入来源，占公司总收入比重保持在 70%以上。其次为非常规油气开采专用件业务，2025 年收入占比为 14.2%。而公司其他业务（工业燃气轮机、工程机械、矿山机械等行业关键零部件等）近年来收入占比保持在 5%左右。

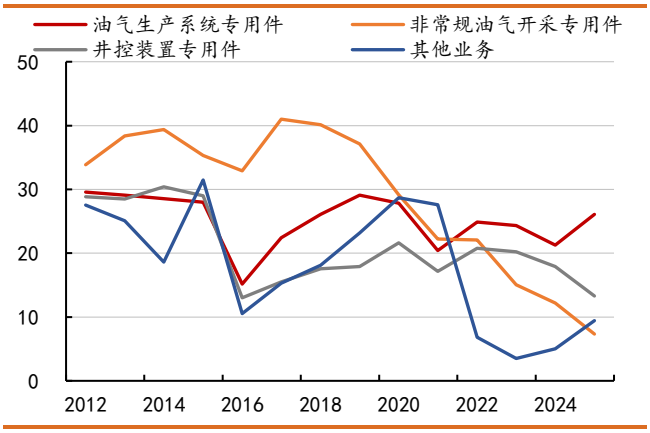
从毛利率来看，受行业竞争加剧影响，公司非常规油气开采专用件和井控装置专用件业务毛利率均呈下跌趋势，其中非常规油气开采专用件业务毛利率由 2017 年的 41.0%持续下降至 2025 年 7.3%；井控装置专用件业务毛利率则由 2022 年的 20.8%下降至 2025 年 13.3%。不过，得益于高毛利的深海设备专用件收入占比提升，公司第一大业务—油气生产系统专用件近年来毛利率相对稳定在24%左右，且2025年较2024年上升4.7个百分点至26.1%。此外，公司其他业务毛利率也由 2023 年仅 3.5%回升至 2025 年的 9.4%。

图 6 2012-2025 年公司营业收入构成



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 7 2012-2025 年公司各业务毛利率变化(单位:%)

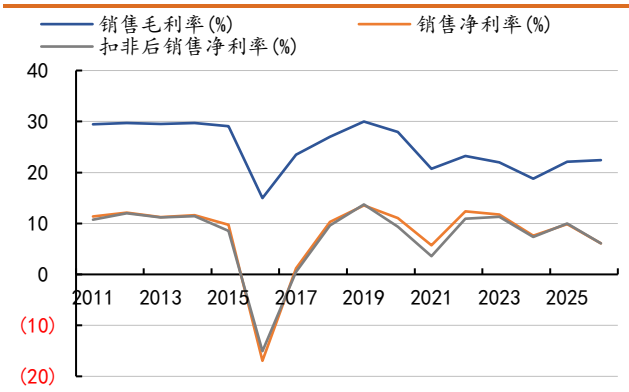


资料来源：Wind、湘财证券研究所

毛利率回升趋势初现，汇兑损失影响短期财务费用。从毛利率来看，受益于高毛利的深海设备专用件收入占比提升，公司毛利率由 2024 年的 18.8%逐渐回升至 2026 年一季度的 22.4%。而费用率方面，得益于公司的收入增长和降本增效措施，公司销售、财务和研发费用率分别由 2020 年的 2.7%、3.7%、5.0%下降至 2025 年 1.6%、0.7%、3.2%，管理费用率则保持在 5.5%左右，从而驱动公司期间费用率由 2020 年 17.0%的高点下降至 2025 年 11.2%。而 2026 年一季度，受汇兑损失增加影响，公司财务费用率较 2025 年上升 3.0 个百分点至3.7%，管理费用率则因海外收购与人员扩张而小幅上升至6.4%，导致公司期间费用率上升至 15.0%。

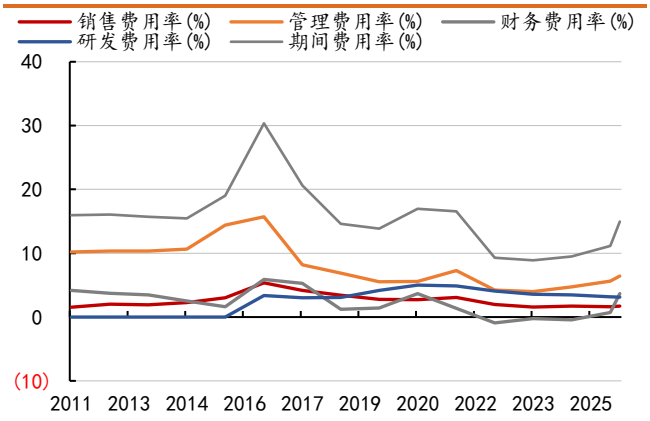
仅供内部参考，请勿外传

图 8 2011 年-2026Q1 公司销售毛利率与净利率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

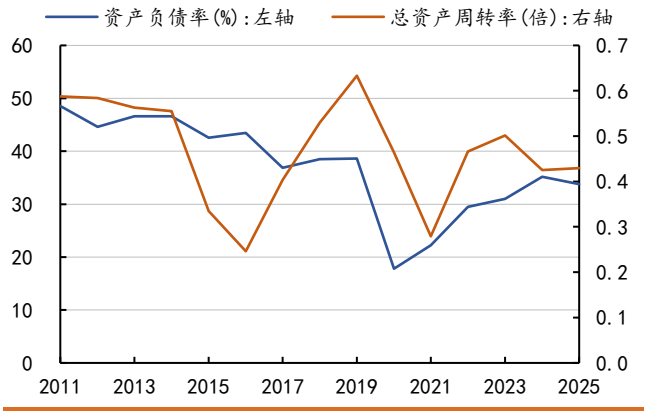
图 9 2011 年-2026Q1 公司各项期间费用率变化



资料来源：Wind、湘财证券研究所

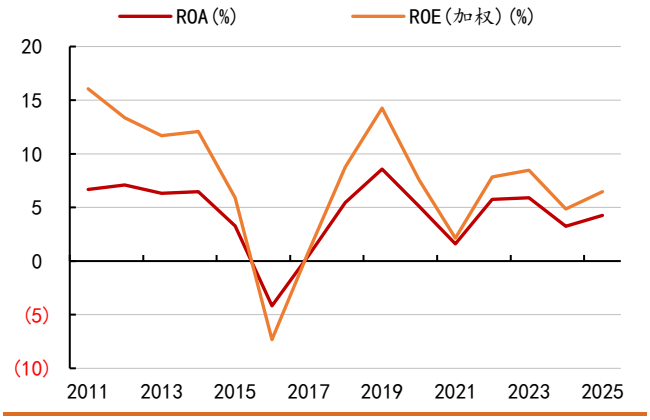
近年来公司资产周转率保持平稳，盈利能力稳中有升。资产负债率和周转率方面，随着公司 2020 年成功上市，公司资产负债率大幅下降至当年末的 17.8%，此后逐渐回升至 2025 年 33.8%。而总资产周转率主要与收入变化正相关，2025 年约为 0.43 倍，与 2024 年基本持平。盈利能力方面，公司 ROA 与 ROE（加权）同样受收入变化影响较大，2025 年随收入增长和毛利率、净利率提升，ROA 和 ROE（加权）分别为 4.2%、6.5%，较 2024 年上升 1.0、1.7 个百分点。不过，相比于公司 2019 年 ROA（8.6%）和 ROE（14.3%）仍有较大提升空间。

图 10 2011 年-2025 年公司资产负债率和周转率变化



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 11 2011 年-2025 年公司 ROA 和 ROE 变化



资料来源：Wind、湘财证券研究所

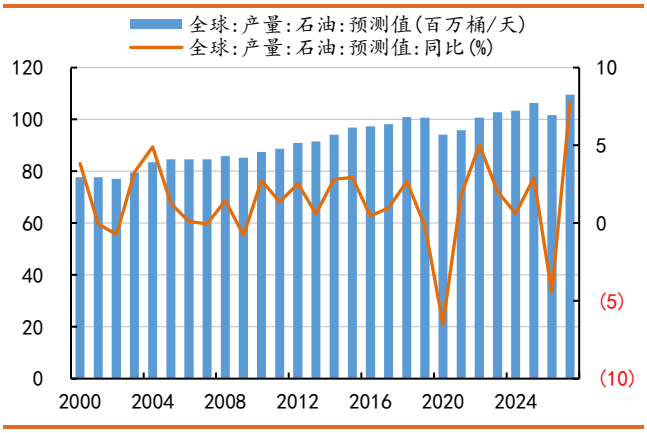
仅供内部参考，请勿外传

2 高位油价叠加深海资源占比提升，全球油气开发投资有望保持增长

2.1 全球石油产销稳定增长，高位油价持续下油气行业资本支出有望上移

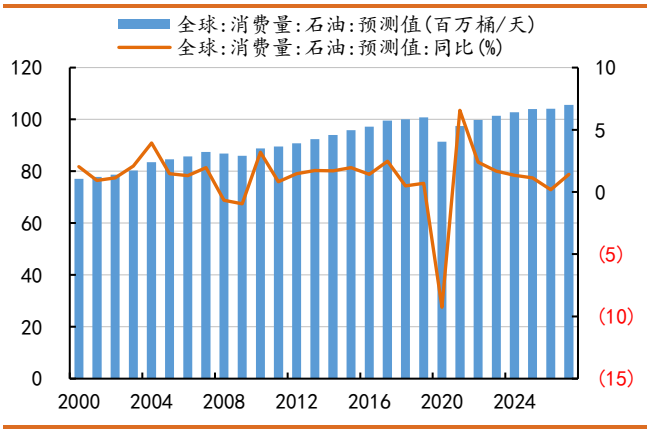
全球石油产销量保持稳定增长，2027 年产量有望超过 1 亿桶/天。从全球来看，虽然全球碳中和进程持续推进，但石油作为最重要的传统能源之一，未来全球产量和消费量有望保持稳定增长。截至 2025 年，全球石油产量和消费量分别为 106.1、103.9 百万桶/天，相比 2000 年复合增长率均为 1.2%。而预计至 2027 年，全球石油产量和消费量分别有望达到 109.3、105.3 百万桶/天，相比 2025 年的复合增长率分别为 1.5%、0.7%。

图 12 2000-2027 年全球石油产量及预测



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 13 2000-2027 年全球石油消费量及预测



资料来源：Wind、湘财证券研究所

美伊冲突为今年影响石油价格最大变量，今年油价均值大幅上涨。回顾国际油价变化，布伦特原油期货价下跌至 2025 年 12 月中旬 58.9 美元/桶后开始持续回升，且在 2026 年 2 月美以伊冲突全面升级导致霍尔木兹海峡封锁后开始快速上涨，3 月底油价已高达 118.3 美元/桶。而此后，随着冲突不断缓和、美伊签订协议，油价亦快速回落至 6 月 29 日的 73.1 美元/桶。但由于前期价格的快速上涨，截至 6 月 29 日，布伦特期货价 2026 年均值仍高达 87.7 美元/桶，相比 2025 年均值上涨 28.6%。与此同时，由于未来美伊冲突仍具有较强不确定性，且霍尔木兹海峡若放开亦会催生石油进口国补库需求，因此未来油价或仍可能在高位持续震荡。

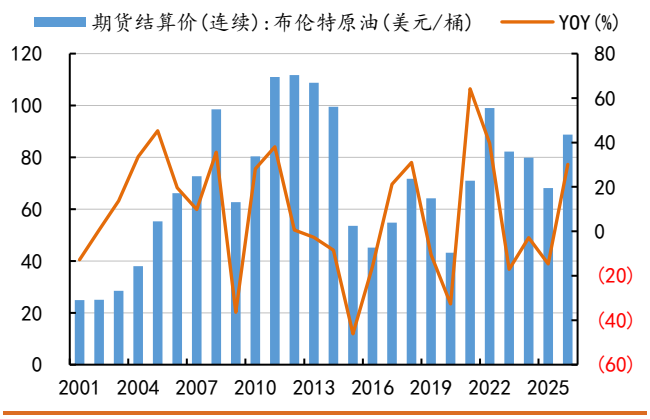
仅供内部参考，请勿外传

图 14 布伦特原油期货结算价变化



资料来源：Wind、湘财证券研究所

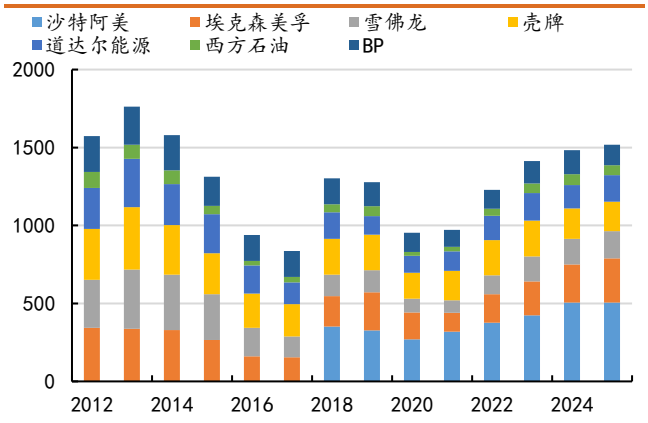
图 15 布伦特原油期货结算价年度均值



资料来源：Wind、湘财证券研究所

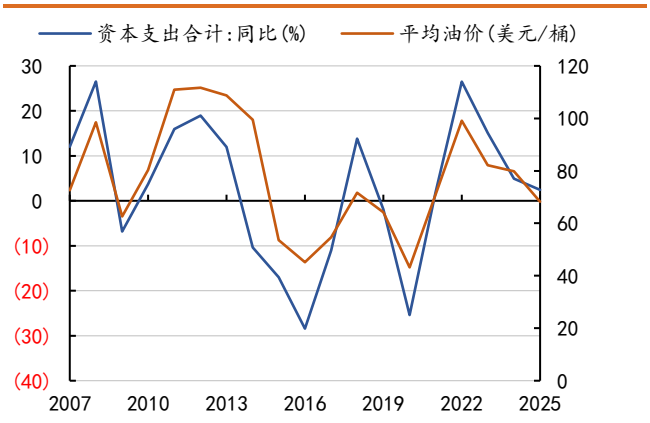
海外油气行业资本支出与油价高度相关，今年资本开支或将上修。而从油气行业资本支出来看，我们以沙特阿美、埃克斯美孚、雪佛龙、壳牌等 7 家海外油气龙头公司为样本，可以看出其资本支出与油价高度相关。以 2020 年至今为例，2020 年至 2022 年，全球油价均值由 43.2 美元/桶快速回升至 99.0 美元/桶，同期 7 家公司资本支出总额增速则从-25.4%大幅回升至 26.5%。而后，随着全球油价均值持续下跌至 2025 年的 68.2 美元/桶，同期 7 家公司资本支出总额增速亦持续下降至 2025 年的 2.4%。而今年以来，美伊冲突已将 26 年油价均值推高至 88.0 美元/桶，相比 25 年上涨近 29.0%。因此，随着油价的大幅上涨，预计今年海外油气公司资本支出或重回增长。

图 16 海外主要油气公司资本支出(单位:亿美元)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 17 海外主要油气公司资本支出合计增速

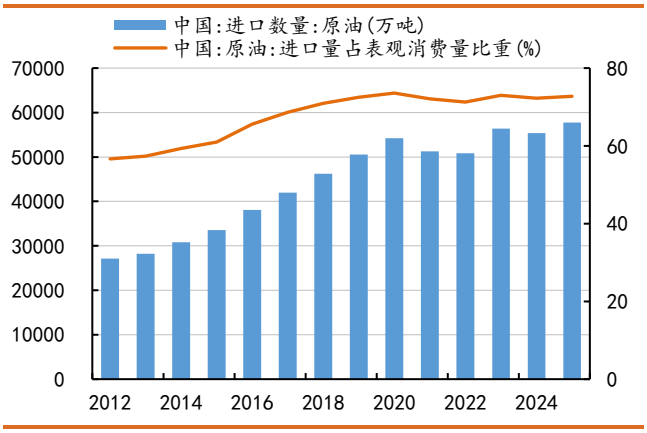


资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

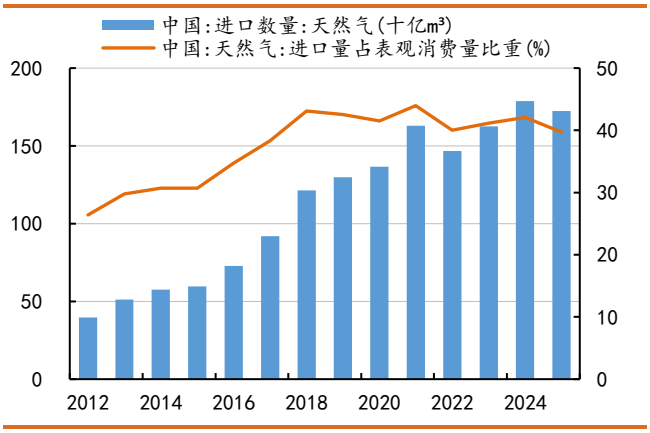
国内天然气对外依存度略有下降，石油对外依存度仍居高位。从国内来看，由于我国优质的油气资源相对匮乏，导致我国原油和天然气进口量持续快速增长。2025 年，我国原油和天然气进口量分别达 5.78 亿吨和 1724.8 亿立方米，相比 2012 年复合增速分别达 6.0%、12.0%，原油和天然气的对外依存度（以进口量占表观消费量的比重衡量）分别达 72.8%和 39.7%。原油的对外依存度仍居于高位，未见明显下降。而天然气的对外依存度则呈波动下降趋势，2025 年已较 2018 年的 43.1%下降 3.4 个百分点。

图 18 中国原油进口量与对外依存度



资料来源：Wind、湘财证券研究所

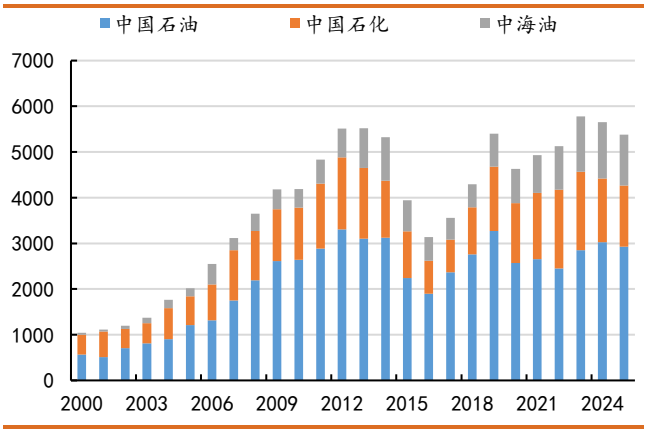
图 19 中国天然气进口量与对外依存度



资料来源：Wind、湘财证券研究所

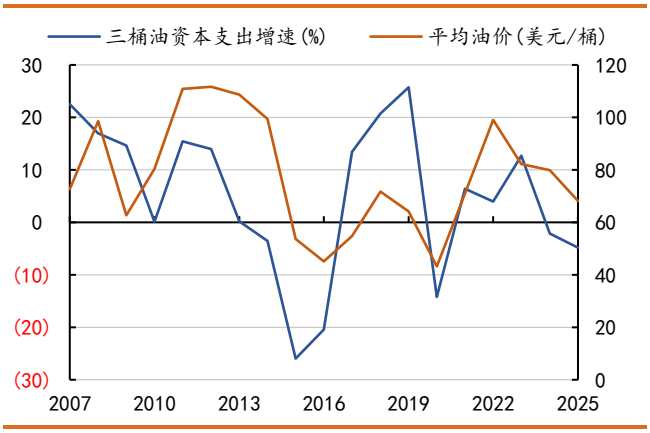
“三桶油”资本支出亦与油价相关，近年来处于高位。从“三桶油”（中石油、中石化、中海油）的资本支出来看，近年来，在“增储上产”等政策拉动下，“三桶油”资本支出呈波动上升趋势，由 2016 年的 3,136.2 亿元逐渐上升至 2023 年的 5,776.6 亿元。此外，“三桶油”资本支出增速亦与油价变化较为相关。因此，近两年随着油价逐渐回落，“三桶油”资本支出亦小幅下降至 2025 年的 5,379.7 亿元，但仍保持在历史较高水平。

图 20 “三桶油”资本支出(单位:亿元)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 21 “三桶油”资本支出增速与平均油价变化



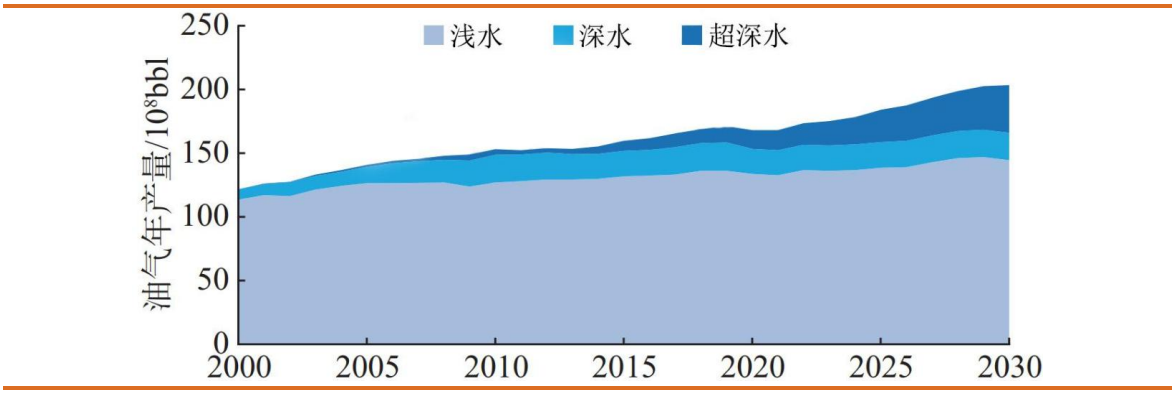
资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2 成本下降驱动深海与非常规油气开发占比逐渐提升

深海油气资源占全球总资源 10%以上，已成为全球油气开发重要领域。从定义上看，目前国际上对于深水界限尚未形成统一标准，但一般认为 300m 以内为浅水区，300-1500m 为深水区，1500m 以上为超深水区。全球深水油气勘探面积高达 820×104 平方千米，深水油气资源约占全球总资源的 10%-15%。21 世纪以来，世界海上油气重大发现有一半位于深水区。深水区已成为全球油气勘探开发的重要领域，是常规油气资源的重要战略接替。

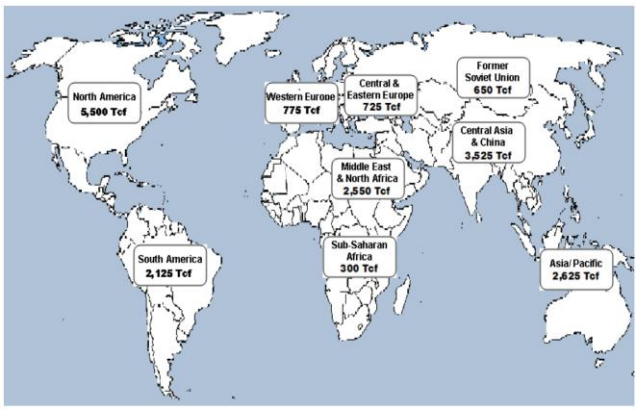
图 22 近 20 年全球海域油气产量增长情况



资料来源：《公司可转债募集说明书》、湘财证券研究所

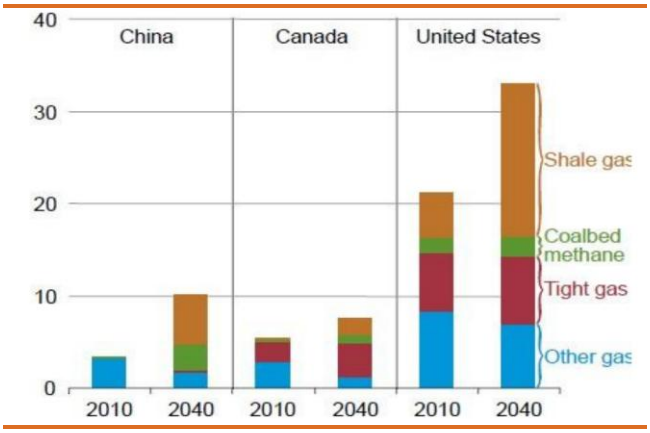
全球页岩气分布广泛，未来有望成重要能源之一。相比于常规天然气，页岩气是一种特殊的非常规天然气，存于泥岩或页岩中，具有自生自储、无气水界面、大面积连续成藏、低孔、低渗等特征。根据 EIA 的预测，到 2040 年，页岩气将成为重要的能源来源之一，中美两国近一半的天然气供给将来自于页岩气的开发。

图 23 全球页岩气分布情况



资料来源：《公司可转债募集说明书》、湘财证券研究所

图 24 中美加三国天然气生产方式预测



资料来源：《公司可转债募集说明书》、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

深海油气开采成本快速下降，部分项目已低于 20 美元/桶。近年来，在标准化设计、模块化制造等技术应用带来服务成本快速下降，叠加深海油气资源单井产量高、衰减慢以及品质高等优点，深海油气项目的全生命周期成本持续快速下降。特别是巴西、圭亚那等深海大型优质油田项目，其全生命周期成本已接近甚至小于 20 美元/桶，而墨西哥湾等地区的深海项目全生命周期成本也已接近 35-40 美元/桶。

表 1 主要类型油气全生命周期成本

领域	主要产油地区分布	全生命周期总成本
陆地及部分近海	中东地区、委内瑞拉、加拿大、俄罗斯、美国、利比亚等	小于 20 美元/桶（陆上）
深海	波斯湾、墨西哥湾、几内亚湾、北海和南海等海域	小于 20 美元/桶（海上成熟开采项目）； 20-25 美元/桶（浅水）； 35-40 美元/桶（深水、超深水）；
页岩气/页岩油	俄罗斯、美国、中国等	小于 20 美元/桶油当量（北美页岩气）； 20-25 美元/桶油当量（除北美外地区页岩气）； 40-45 美元/桶（北美致密/页岩油）； 60-65 美元/桶（除北美外地区致密/页岩油）；

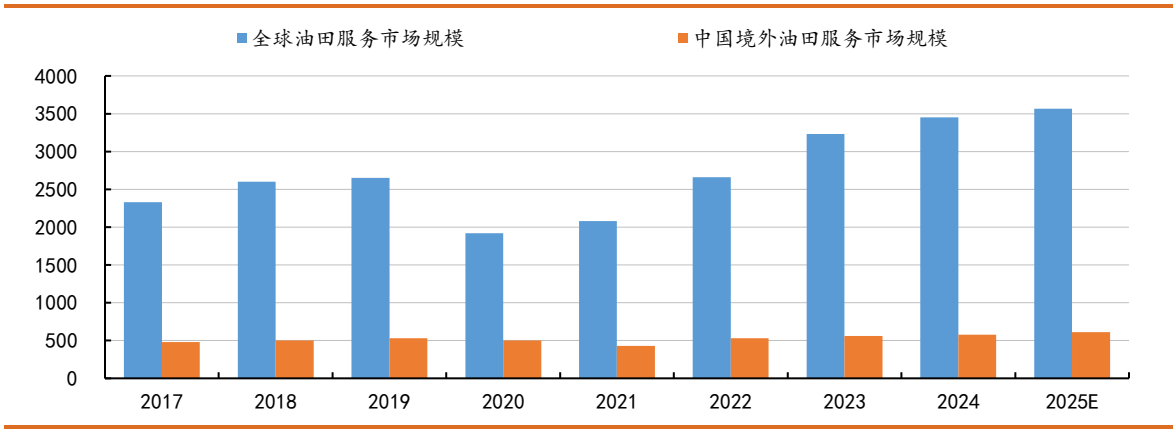
资料来源：《迪威尔可转债募集说明书》、湘财证券研究所

2.3 全球油田服务市场增长稳定，行业格局高度集中

资本支出持续提升下，全球油田服务市场规模保持快速增长。而随着全球油气行业资本支出的持续增长，2020 年以来全球油田服务市场规模亦快速增长。预计 2025 年，全球油田服务市场规模有望达到 3568 亿美元，相比 2020 年复合增长率达 13.2%。而从海外来看，预计 2025 年中国境外油田服务市场规模有望达到 610.4 亿美元，相比 2021 年复合增长率亦达到 9.2%。而据 GII Global Information 机构，预计到 2033 年全球油田服务市场规模将达到 5943.9 亿美元，2026-2033 年复合增速为 6.9%。此外，据 Spears&Associates 统计，2024 年全球油田完井作业市场规模约为 917.44 亿美元，其中陆上井口设备和深海设备通常占比 20%左右，市场规模约为 180 亿美元；一般而言，陆上井口设备和深海设备约 20%-40%的价值来自于专用件产品，因而油气设备专用件市场规模较大。

仅供内部参考，请勿外传

图 25 我国及全球油田服务市场规模(单位:亿美元)



资料来源：《公司可转债募集说明书》、湘财证券研究所

油气服务产业链包括上游原材料、中游油田技术服务和装备以及下游油气公司。从产业链来看，油服行业上游涵盖化学原料及制品制造、石油钻采专用设备制造、专业技术服务等领域。其中，石油钻采专用设备制造业提供井架、钻机、钻头等主辅设备及耗材；化学原料及制品制造业供应润滑剂、压裂支撑剂等化学品；专业技术服务业提供柴油、天然气、电力等能源支持。下游主要为油气公司，主要包括以“三桶油”为主的国内企业和埃克斯美孚、道达尔能源、沙特阿美等国际油气公司，其资本支出主要受经济环境、能源需求、石油储备规模等因素影响，油田公司对油气资源的勘探开发投资规模增加或减少时，将直接导致油服公司业务量的增加或减少，从而影响整个钻井工程及技术服务行业的盈利能力。

图 26 全球油气服务产业链

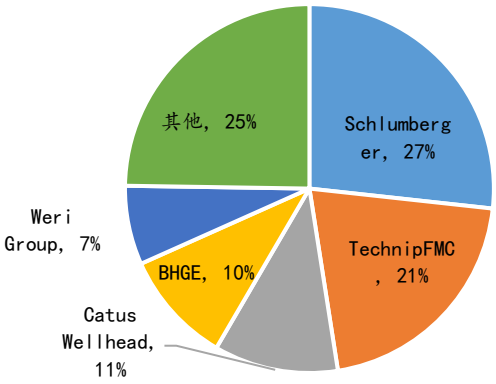


资料来源：新浪财经、普华有策、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

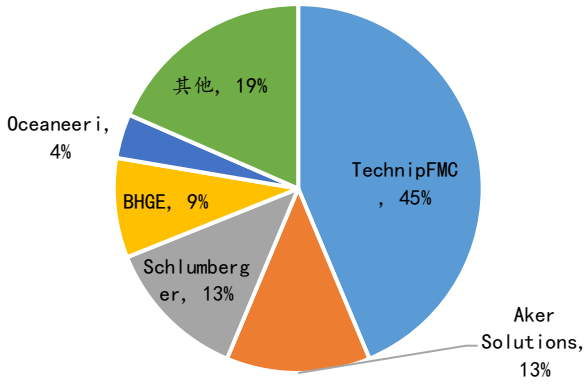
油服市场经历数次整合，当前市场格局高度集中。2014 年以来，由于油气行业的剧烈波动，驱动全球知名油气成套设备厂商与油服公司进行整合。2015 年，世界最大油服公司斯伦贝谢收购油气成套设备制造商 Cameron 公司；2017 年，全球最大水下生产系统供应商 FMC 公司和法国油服公司 Technip 合并成立 TechnipFMC；GE 剥离旗下石油和天然气业务，与贝克休斯合并成立新公司；2021 年，卡特彼勒收购 Weir Group 旗下油气部门；2023 年，斯伦贝谢与挪威油服公司 Aker Solutions 和 Subsea7 合资成立 One Subsea。而分市场看，2018 年陆上井口设备市场中，Schlumberger 和 TechnipFMC 分别占据 27%、21%的市场份额，前五家公司市场份额合计达 75%。而在深海设备市场中，TechnipFMC 公司则以 45%的市场份额大幅领先，前五家公司市场份额合计则高达 81%。此外，据公司《可转债募集说明书》，全球油气设备制造行业中，前五名国际大型油气技术服务公司占据全球市场的 70%以上，充分说明油服市场呈现出高度集中的格局。

图 27 2018 年陆上井口设备市场分布



资料来源：《公司招股说明书》、湘财证券研究所

图 28 2018 年深海设备市场分布



资料来源：《公司招股说明书》、湘财证券研究所

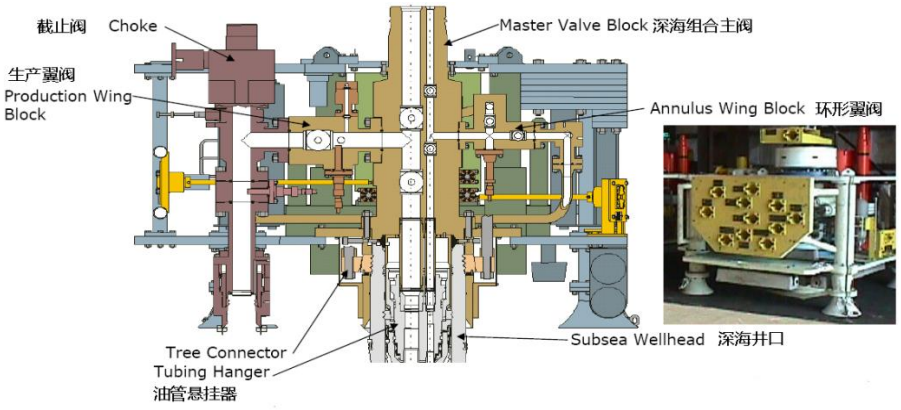
仅供内部参考，请勿外传

3 油气专用件龙头，未来有望“油气+燃机”双轮驱动

3.1 专注油气装备专用件领域，深海业务占比持续提升

深海采油设备要求极高，受短期油气价格波动影响较小。深海采油设备主要由水下井口装置和采油树、水下连接器和海底管汇等部件组成。由于深海油气采出前处于高温高压状态且富含 H_2S、CO_2 等腐蚀性物质，不同工况下温度可低至零下 40℃以下，同时油气设备内压高达 100MPa 以上。另外，深海油气设备运行维护费用异常高昂，为降低成本，通常要求其工作寿命不低于 25 年，在其使用期内，除特殊情况外核心零部件一般不进行更换。因此，在工况十分复杂和恶劣的条件下，深海油气开采要求设备安全稳定、运行时间久，对设备性能要求极高。对深海采油树、管汇、阀体等深海设备专用件的承压、抗腐蚀等各项性能指标和可靠性也有更高的要求。与此同时，深海油气开发项目的建设周期长，一般都在 3 年以上，油气公司着眼于长期的产能规划，短期的油价波动一般不会对项目的建设投资造成重大影响。因此，深海设备投资受短期油气价格波动的影响相对较小。

图 29 深海采油设备示意图



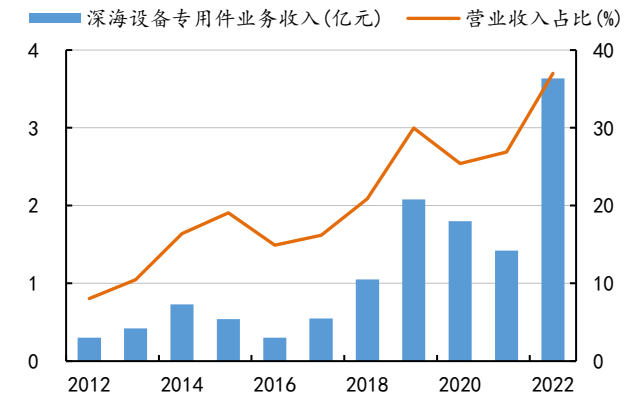
资料来源：《公司招股说明书》、湘财证券研究所

公司深海业务持续突破，收入和利润占比持续提升。据公司招股书，公司 2011 年起开始进行深海设备专用件产品的研发试验，逐步形成相关技术成果和深海产品技术研发体系。2014 年起，公司成功研发深海设备采油树主阀等深海设备核心专用件，并相继通过 GE Oil & Gas、FMC 和 Cameron（One Subsea）等公司的研发试验件评定，自此公司全面进入深海设备全球供应链体系。2021 年，公司深海产品再次取得重大突破，不仅获得 FMC“深海连接器”订单，实现业务从“零件”订单到“部件”的升级，还被纳入 TechnipFMC

仅供内部参考，请勿外传

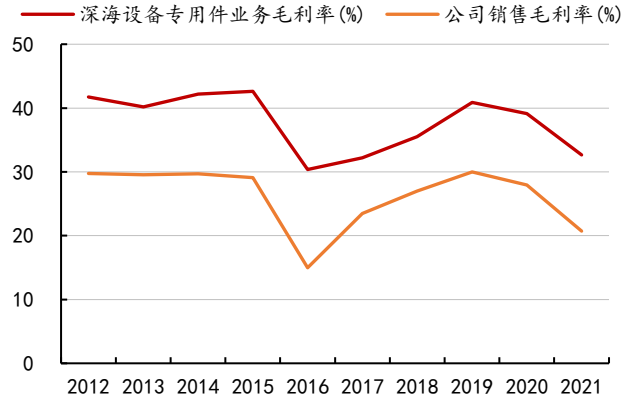
产品标准化 2.0 版供应商，共同制定深海 2.0 的标准。随着公司深海产品不断拓展，公司深海专用件业务收入由 2012 年 0.3 亿元增长至 2022 年 3.6 亿元，占公司收入比重由 2012 年 8.0%上升至 2022 年约 37.0%。并且，由于深海产品性能指标要求极高，其毛利率要高于公司整体毛利率近 10 个百分点。

图 30 公司深海设备专用件业务收入及占比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

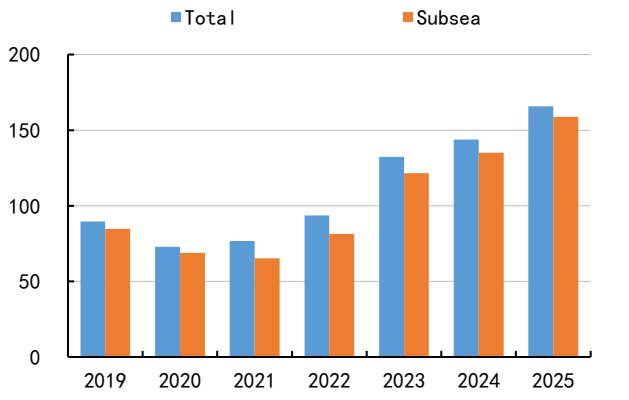
图 31 公司深海设备专用件业务毛利率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

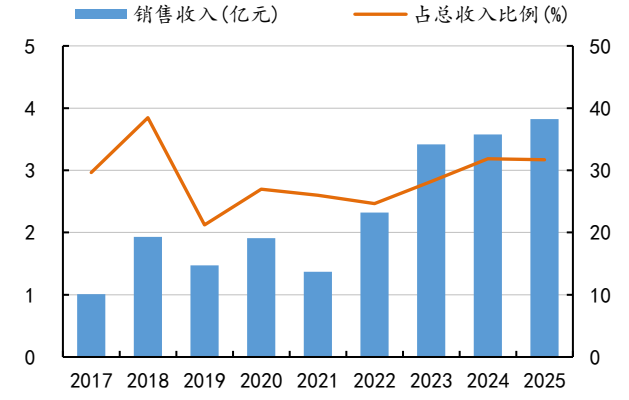
公司与 TechnipFMC 合作历史悠久，对其收入持续稳定增长。据公司招股书，公司于 2008 年就与 FMC 公司在油气设备专用件产品合作。而随着公司逐渐聚焦深海设备专用件业务，与全球最大的深海设备服务商 TechnipFMC 的合作亦愈发紧密。而 TechnipFMC 公司近年来亦通过持续聚焦深海油气服务业务，实现订单的快速增长。截至 2025 年末，TechnipFMC 公司在手订单超过 165 亿美元，相比 2020 年复合增速达 17.9%。其中，2025 年水下设备订单近 159 亿美元，占公司订单总额的比重高达 95.8%。与此同时，公司对 FMC 的销售收入也从 2017 年仅 1 亿元增长至 2025 年约 3.8 亿元，占 2025 年公司营业收入的比例达 31.7%。

图 32 TechnipFMC 在手订单(单位:亿美元)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 33 公司对 TechnipFMC 收入及占总收入比例



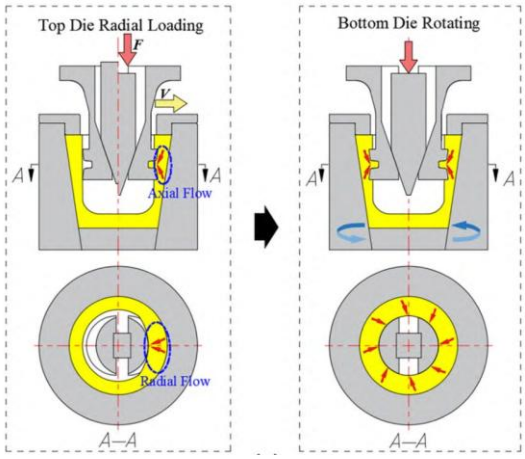
资料来源：《公司可转债说明书》、Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.2 募投项目开启投产，多向模锻工艺驱动公司质量双升

多向复合挤压工艺可实现一次成型，可节约原材料并实现批量化生产。多向复合挤压生产工艺是一种精密优质、节能省材的成形技术，其基本工作原理是模具闭合后，几个冲头自不同方向对毛坯进行穿孔和挤压，从而在一次加热和压机一次行程中完成复杂产品成形，特别是带内空腔或凹凸外形产品的成形。其具有坯料形状简单、制坯成本低，复杂零件可一次成形、工序少、火次少，能有效降低能耗和材料烧损，且有利于保持产品金属流线连续完整，适合于产品形状复杂、单件产品重量相对较小、承压能力均匀的专用件产品，在批量化生产上具有节省材料和减少加工量的成本优势和效率优势。

图 34 多向加载旋转挤压示意图



资料来源：《New Technology of Multidirectional Loading Rotary Extrusion》、湘财证券研究所

多向模锻不仅可应用于石化领域，亦可应用在核电、航空等高压、耐腐蚀领域。在石油化工领域，为满足高压、高温或强腐蚀等要求，如井口装置的单闸板、双闸板以及泥浆阀；天然气输送管线中的单闸板、双闸板、有无导流孔的平板闸阀、清管阀等零部件均可采用多向模锻生产，以提高其强度和抗腐蚀能力。在火电领域，采用多向模锻生产的阀体、管件，可很好满足高温（蒸汽温度达 593℃～600℃或更高）、高压（蒸汽压力达 30MPa～35MPa）、高湿度和耐腐蚀等环境要求。在核电领域，零部件可靠性和安全性要求更高，需尽量减少焊缝数量而形状更为复杂。只有采用多向模锻技术，才能生产出满足技术要求和复杂形状要求的锻件，如有闸阀、截止阀、主蒸汽隔离阀、球阀、隔膜阀、减压阀和控制阀等。在航空装备领域，为提高一次锻造过程中零件成形的复杂度，从而提高锻件使用性能。如直升飞机的发动机球头、一般飞机的起落架等重要零部件也都采用多向模锻工艺锻造制坯。

仅供内部参考，请勿外传

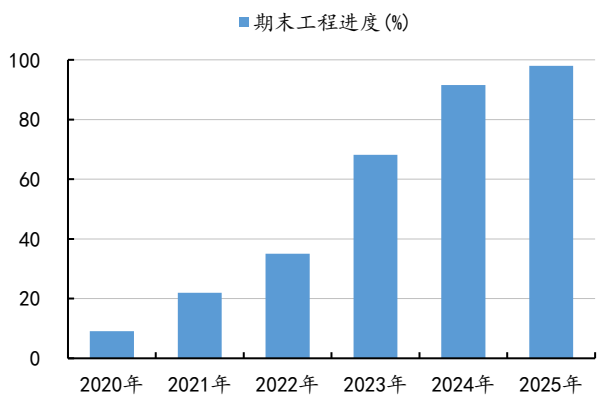
表 2 多向模锻工艺部分应用领域和产品

应用领域	主要零部件	示意图
电力/核电	有闸阀、截止阀、止回阀、蝶阀、安全阀、主蒸汽隔离阀、球阀、隔膜阀、减压阀和控制阀等。	
石化装备	井口装置的单闸板、双闸板、有无导流孔的锻钢平行式闸阀、泥浆阀、角式节流阀、油田专合物专用平行式闸阀、卡箍式平行闸阀、先导式安全阀和止回阀。 天然气输送管线应用的单闸板、双闸板、有无导流孔的平板闸阀；锻钢三体式、上装式固定球球阀；油密封式、压力平衡式旋塞阀；旋启式、蝶式止回阀，通球止回阀；清管阀等。	
航空装备	直升飞机发动机球头； 飞机起落架	

资料来源：《多向模锻技术的研究与应用》、湘财证券研究所

公司 IPO 项目开启投产，多向模锻设备全球领先。2026 年 6 月，公司 IPO 项目—油气装备关键零部件项目正式竣工投产。该项目以全球首条 350MN 多向双动复合挤压机为主体设备，年产能达 10 万件腔件产品和高端阀体。作为公司上市以来最核心的项目，多向模锻项目全线配置数十台工业机械手及多类智能工艺装备，集成连续加热、快速换模、连续热处理等先进装备，实现高度自动化和智能化，通过从粗犷钢坯到精密成品的智能蜕变，复杂内腔阀体一火挤压成形，材料利用率大幅提升、原材料消耗与综合能耗显著下降。

图 35 公司油气装备关键零部件项目进度



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 36 公司油气装备关键零部件项目竣工仪式



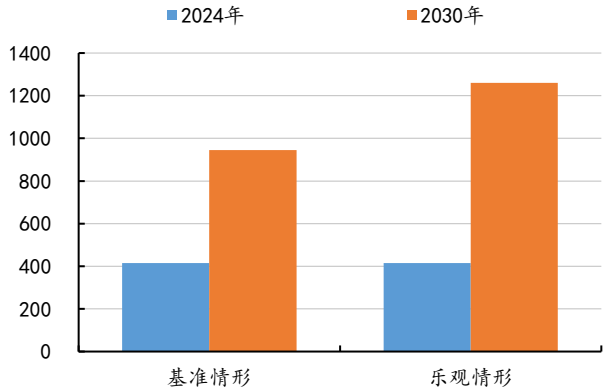
资料来源：公司微信公众号、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.3 成功发行可转债建设燃机项目，未来有望成公司第二成长曲线

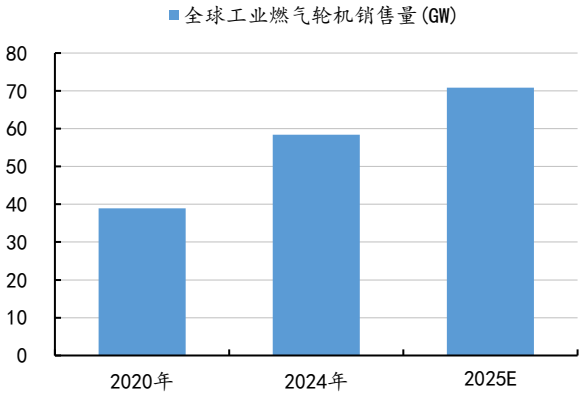
人工智能产业爆发拉动数据中心建设潮，燃气轮机销量有望高速增长。以 ChatGPT、Deepseek 等国内外大模型为代表，随着人工智能产业在全球范围内的快速爆发，用于人工智能训练和推理的数据中心迎来建设潮，从而拉动数据中心耗电量持续高速增长。IEA 预计，在基准情形下 2030 年全球数据中心耗电量将增长至约 945TWh，相比 2024 年的 415TWh 复合增长率为 14.7%。而若人工智能应用和数据中心建设加速推进，预计 2030 年全球数据中心耗电量将超过 1260TWh，相比 2024 年复合增长率高达 20.3%。而由于燃气轮机具备高效、快速启动和高适应性等优点，使其成为数据中心的主电源之一，从而拉动全球燃气轮机需求量的持续增长。2024 年，全球工业燃机销售量达 58.4GW，相比 2020 年复合增速为 10.7%，而 2025 年全球工业燃机销量则有望达 70.8GW，同比增长 21.3%。《Gas Turbine World》还预计，未来 10 年全球工业燃气轮机新订单总额将超过 1370 亿美元，大修和维修售后市场的产品和服务总额预计将超过 2610 亿美元。

图 37 全球数据中心总耗电量(TWh)



资料来源：《公司可转债募集说明书》、湘财证券研究所

图 38 全球工业燃机销售量及预测



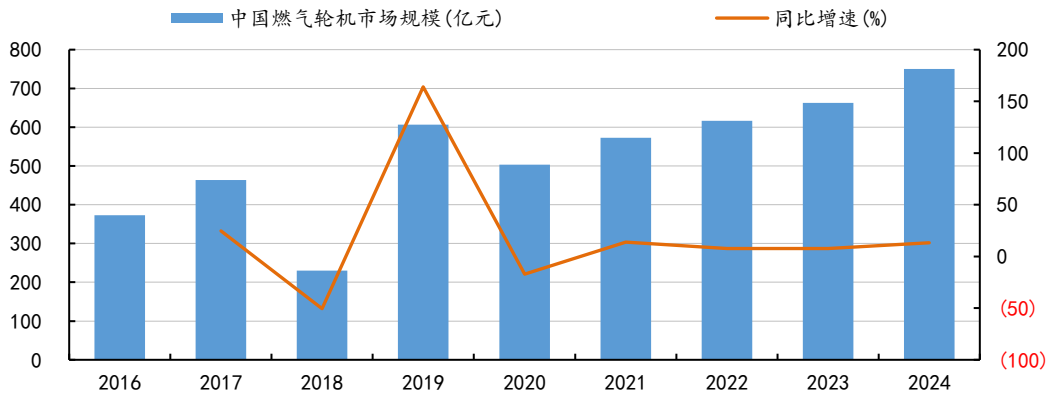
资料来源：《公司可转债募集说明书》、湘财证券研究所

国内燃气轮机市场快速增长，未来有望承接海外燃机外溢需求。而从国内来看，由于我国天然气资源相对贫乏等原因，天然气发电在我国发电量结构中占比很小，我国燃气轮机市场发展亦较晚。不过，为增强在航空发动机和燃气轮机领域的自主创新能力，我国于 2012 年设立“航空发动机与燃气轮机”国家科技重大专项（简称“两机专项”），推动我国燃气轮机市场开始加速发展。至 2024 年，我国燃气轮机市场规模已经达到约 750 亿元，同比增

仅供内部参考，请勿外传

长 13.1%，相比 2018 年仅 230 亿元复合增长率达到 18.4%。此外，值得注意的是，伴随海外数据中心建设潮对于燃气轮机需求激增，而海外燃气轮机厂商受限于供应链、政策等因素且对于资本支出相对谨慎，而导致海外燃机供给增加有限。而国产燃机厂商则经过多年发展，已在中小型燃机领域具备量产和商业化能力。因此，随着海外燃机厂商无法满足高速增长的数据中心建设需求，国产燃机厂商有望承接外溢需求，驱动国内燃机市场加速增长。

图 39 中国燃气轮机市场规模及增速



资料来源：智研咨询、《公司可转债募集说明书》、湘财证券研究所

公司已有贝克休斯、三菱等全球头部燃机厂商客户，成功发行可转债建设工业燃机零部件项目。据《公司可转债募集说明书》，公司 2024 年开始为贝克休斯供应工业燃机零部件，2021 年成为三菱重工合格供应商，供应工业燃气轮机零部件。此外，由于工业燃气轮机零部件与油气装备零部件的制造过程较为相似，因此公司油气装备零部件的生产线大部分亦可用于生产工业燃机零部件，仅需要添加高精度机床等部分设备以进行后端精加工。故而，2026 年 6 月，公司成功发行可转债，用于深海承压零部件产品精密制造项目和工业燃气轮机关键零部件产品精密制造项目。其中，工业燃机项目投资额约 6.3 亿元，通过引进数控自动化精加工及检验生产线、固溶炉、时效炉、等温装置等先进装备，在现有工业燃气轮机业务的基础上进一步拓展和提升工业燃气轮机零部件的全流程制造能力。该项目建成后年产约 1 万件工业燃气轮机零部件，折合 27,000 吨关键零部件，达产后预计年营业收入可达 8.5 亿元（不含税）。

仅供内部参考，请勿外传

4 核心假设

综合以上，我们对公司主要业务作出如下预测：

油气生产系统专用件业务。作为公司传统优势业务，未来，随着深海设备专用件产品收入规模及占比的持续提升，以及多向模锻项目投产并在未来放量，公司油气生产系统专用件业务收入与毛利率有望持续提升。预计 2026-2028 年公司油气生产系统专用件业务收入同比增长 22.3%、24.4%、27.7%至 11.4、14.2、18.2 亿元。毛利率为 29.0%、31.5%、33.7%。

非常规油气开采专用件。受下游及行业竞争加剧影响，保守估计 2026 年非常规油气开采专用件业务收入或仍将有所下降，未来或将恢复小幅增长。预计 2026-2028 年公司非常规油气开采专用件业务收入同比增长-11.0%、5.0%、5.0%至 1.5、1.6、1.7 亿元，毛利率则维持在 8.0%左右。

燃气轮机零部件。随着全球数据中心建设带动燃机轮机市场需求高速增长，以及存量燃机持续扩大带来后市场规模持续增长，叠加公司已成功发行可转债布局燃机零部件业务，公司燃机零部件业务有望爆发式增长。预计 2026-2028 年公司燃气轮机零部件业务收入同比增长 100.0%、200.0%、100.0%至 0.4、1.1、2.3 亿元。毛利率随业务规模扩大产生规模效应而持续提升，预计 2026-2028 年为 30.0%、32.0%、35.0%。

表 3 迪威尔主要业务业绩预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
油气生产系统专用件					
营业收入(亿元)	8.4	9.3	11.4	14.2	18.2
YOY	-12.8%	11.7%	22.3%	24.4%	27.7%
毛利率	21.3%	26.1%	29.0%	31.5%	33.7%
非常规油气开采专用件					
营业收入(亿元)	1.9	1.7	1.5	1.6	1.7
YOY	52.0%	-11.4%	-11.0%	5.0%	5.0%
毛利率	12.2%	7.3%	8.0%	8.0%	8.0%
燃气轮机零部件					
营业收入(亿元)	0.0	0.2	0.4	1.1	2.3
YOY	/	/	100.0%	200.0%	100.0%
毛利率	/	/	30.0%	32.0%	35.0%

资料来源：Wind、湘财证券研究所制作

仅供内部参考，请勿外传

5 投资建议

美伊冲突等地缘事件叠加能源安全背景下，全球油价或将处于高位，带动油气公司资本支出企稳回升。同时，技术进步、成本下降以及资源禀赋驱动深海油气资源开发占比持续提升。公司深耕油气设备专用件领域，深海设备专用件业务收入和占比持续提升。同时，公司多向模锻项目开启投产，有望贡献收入增量并提升盈利能力，且公司燃机零部件业务有望成未来重要增长动力。综上，我们预计 2026-2028 年，公司营业收入为 14.1、17.7、22.9 亿元，同比增长 17.0%、25.7%、29.1%；归母净利润 1.9、2.9、4.3 亿元，同比增长 57.8%、54.7%、48.5%。对应 2026 年 6 月 29 日收盘价，市盈率为 29.1、18.8、12.7 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

6 风险提示

全球油价长期下跌导致油气行业资本支出不及预期。公司深海设备专用件业务发展不及预期。公司多向模锻项目产能爬坡不及预期。公司燃气轮机零部件业务发展不及预期。原材料价格大幅上涨。人民币汇率大幅升值导致汇兑损失超预期。

深海设备专用件业务收入增长不及预期风险。深海设备专用件为公司核心产品，近年来收入占比快速提升。若因下游资本支出不及预期导致公司深海设备业务收入增速下降，公司业绩将受影响。假设公司 2026 年深海设备专用件收入增速下降 1.0 个百分点，则公司 2026 年利润增速下降 0.7 个百分点。

深海设备专用件业务毛利率提升不及预期风险。深海设备为公司核心产品，近年来收入占比快速提升。若因行业竞争加剧、多向模锻项目产能爬坡不及预期等导致公司深海设备专用件业务毛利率提升不及预期，公司未来业绩将受影响。假设公司 2026 年深海设备业务毛利率下降 1.0 个百分点，则公司 2026 年利润增速下降 4.2 个百分点。

仅供内部参考，请勿外传

附表 1 迪威尔财务报表以及相应指标（百万元）

资产负债表					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	315	348	335	514	756
应收票据及账款	539	549	750	918	1,154
预付账款	14	19	21	27	34
其他应收款	0	2	1	2	2
存货	487	448	446	505	606
其他流动资产	16	34	32	38	46
流动资产总计	1,371	1,401	1,585	2,003	2,598
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	617	1,114	1,098	1,119	1,059
在建工程	620	147	123	50	50
无形资产	62	71	61	51	40
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	94	121	121	121	121
非流动资产合计	1,393	1,454	1,404	1,341	1,270
资产总计	2,765	2,854	2,990	3,345	3,869
短期借款	176	241	0	0	0
应付票据及账款	539	507	743	898	1,117
其他流动负债	82	82	119	145	182
流动负债合计	796	830	861	1,043	1,299
长期借款	140	100	77	54	30
其他非流动负债	37	34	34	34	34
非流动负债合计	177	134	111	88	64
负债合计	973	964	972	1,131	1,364
股本	195	195	195	195	195
资本公积	953	950	950	950	950
留存收益	644	745	872	1,069	1,360
归属母公司权益	1,792	1,891	2,017	2,214	2,505
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,792	1,891	2,017	2,214	2,505
负债股东权益合计	2,765	2,854	2,990	3,345	3,869

现金流量表					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	86	119	180	283	424
折旧与摊销	71	100	149	163	171
财务费用	-5	9	8	2	-0
投资损失	-2	-0	-1	-1	-1
营运资金变动	-60	-30	75	-56	-97
其他经营现金流	14	-5	10	11	10
经营性现金净流量	104	193	422	401	507
资本支出	172	163	100	100	100
长期投资	8	-23	0	0	0
其他投资现金流	-7	6	-1	-2	-1
投资性现金净流量	-171	-180	-101	-102	-101
短期借款	93	65	-241	0	0
长期借款	111	-39	-23	-24	-23
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	-3	0	0	0
其他筹资现金流	-83	-14	-70	-97	-141
筹资性现金净流量	121	9	-334	-120	-164
现金流量净额	63	22	-13	179	242

利润表					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,124	1,207	1,412	1,775	2,291
营业成本	913	940	1,050	1,271	1,580
税金及附加	12	7	9	11	14
销售费用	19	20	21	27	34
管理费用	53	68	78	94	117
研发费用	39	38	45	57	76
财务费用	-5	9	8	2	-0
资产减值损失	-0	-1	-0	-1	-1
信用减值损失	-2	-1	-2	-3	-3
其他经营损益	0	-0	-0	-0	-0
投资收益	2	0	1	1	1
公允价值变动损益	-1	0	0	0	0
资产处置收益	0	-4	-1	-1	-1
其他收益	5	12	9	10	10
营业利润	97	131	207	321	476
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	97	131	207	321	476
所得税	11	12	19	29	44
净利润	86	119	188	291	433
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	86	119	188	291	433
EBITDA	163	240	365	485	647
NOPLAT	79	129	197	294	434
EPS(元)	0.37	0.51	0.81	1.25	1.85

主要财务比率					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营收增长率	-7.12%	7.43%	16.95%	25.70%	29.10%
营业利润增长率	-40.08%	36.04%	57.68%	54.75%	48.51%
EBIT 增长率	-41.96%	52.42%	54.03%	49.50%	47.65%
EBITDA 增长率	-26.59%	47.17%	51.95%	32.96%	33.27%
归母净利润增长率	-39.90%	39.43%	57.75%	54.74%	48.50%
经营现金流增长率	-47.89%	85.50%	119.01%	-4.98%	26.46%
盈利能力					
毛利率	18.80%	22.12%	25.64%	28.42%	31.06%
净利率	7.62%	9.89%	13.33%	16.41%	18.88%
营业利润率	8.59%	10.88%	14.67%	18.06%	20.78%
ROE	4.78%	6.31%	9.33%	13.16%	17.27%
ROA	3.10%	4.18%	6.30%	8.71%	11.18%
ROIC	5.10%	6.76%	9.89%	15.56%	22.59%
估值倍数					
P/E	64.09	45.97	29.14	18.83	12.68
P/S	4.88	4.54	3.89	3.09	2.39
P/B	3.06	2.90	2.72	2.48	2.19
股息率	0.49%	0.71%	1.12%	1.73%	2.57%
EV/EBIT	42.08	51.77	24.85	16.11	10.46
EV/EBITDA	23.68	30.17	14.68	10.70	7.70
EV/NOPLAT	49.05	56.29	27.18	17.65	11.48

资料来源：同花顺 iFind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性： 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。