下载日志已记录，仅供内部参考

买入（首次）

所属行业：机械设备/专用设备

证券分析师

丁健
资格编号：S0120526070002
邮箱：dingjian3@tebon.com.cn

周天昊
资格编号：S0120525040002
邮箱：zhouth@tebon.com.cn

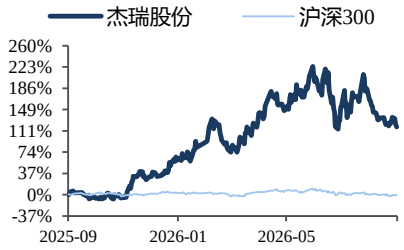
杨安东
资格编号：S0120526070001
邮箱：yangad@tebon.com.cn

研究助理

吴冰予
邮箱：wuby@tebon.com.cn

姜政宏
邮箱：jiangzh@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-23.29	-13.42	-28.97
相对涨幅(%)	-23.70	-11.51	-23.25

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

巡礼山东：杰瑞股份深度报告

油服装备龙头，AIDC 打开空间

投资要点

- **杰瑞股份：从油气装备龙头到能源系统集成商，三大成长曲线接续。**公司以压裂成套装备为核心，业务覆盖油气装备、技术服务、天然气工程及燃机电力等领域，压裂、固井、连续油管等核心产品国内市场份额领先，并已进入北美、中东等全球高端市场。2016—2025 年，公司营业收入与归母净利润 CAGR 分别达到 21.4%和 41.4%；2025 年新签订单 201 亿元，年末在手订单 123.3 亿元、创历史新高，海外收入占比提升至 48%，出海步入收获期。

- **核心竞争力：将复杂需求沉淀为产品、单机能力延展为系统、成熟能力复制至全球，支撑自身成长曲线持续外延。**公司由油田维修切入核心设备制造，再由单机延伸至成套装备、工程总包和长期运维，逐步形成“核心部件自制+模块化成撬+系统集成+全球项目交付”的能力。油气装备、天然气 EPC 与 AIDC 燃机分属不同赛道，但底层均依赖高功率能源装备、复杂系统集成和严苛场景下的交付能力，公司不断拓展成长曲线，是工程化能力在相邻场景中的持续复用。

- **油服设备：存量开发托底，LNG 扩产贡献增量，公司压裂领先、天然气布局完善。**油气田自然衰减决定油企须持续投入，非常规油气依赖高频钻井和压裂作业，构筑油服需求底部；全球 LNG 项目进入集中建设期，2025 年超 1000 亿立方米/年液化能力完成 FID，有望拉动压缩机等设备及工程服务需求。公司压裂设备国内份额接近 50%，是我国唯一向北美高端市场提供全套页岩气压裂装备的企业，同时具备压缩机、气处理橇块等核心设备制造及海外 EPC 交付能力，已进入中东多家国家石油公司供应商体系，并首次以开发商身份参与伊拉克曼苏里亚气田 25 年开发合同，业务向长期油气田开发延伸。作为我国油服设备龙头，公司有望受益于油服需求韧性及 LNG 建设景气。

- **AIDC 燃机：北美 AIDC 建设提速，可快速接入的可靠电力供给不足，公司稀缺性在于将紧缺机头转化为可交付电力。**北美 AIDC 建设加速，推动现场稳定电源需求快速释放，燃气轮机成为重要解决方案。杰瑞凭借与西门子能源、贝克休斯、川崎重工及 FTAI 等龙头建立的多元供应体系，以及北美油气场景验证多年的成撬集成与工程交付能力，在全球机头供给紧缺背景下锁定稀缺资源，形成“订单驱动供给、供给反哺订单”的正向循环，率先卡位北美 AIDC 供电市场。截至 2026 年 8 月，公司累计签署燃机订单超 31 亿美元，并由燃机设备进一步延伸至储能、供配电和模块化 AIDC 基础设施，成长空间有望持续打开。

- **盈利预测与估值：**选取豪迈科技、纽威股份、应流股份、迪威尔为可比公司。我们看好公司在 AIDC 燃气轮机发电领域的先发优势，多元机头资源与成套集成能力构筑竞争壁垒，北美大额订单进入履约期后，公司有望向微电网及算力能源一体化方案延伸；传统油服方面，受益于中东油气投资集中及天然气 EPC 项目执行，有望稳步增长。我们预计 2026-2028 年公司营收分别为 203/375/466 亿元，同比增长 25%/85%/24%；归母净利润分别为 34/83/105 亿元，同比增长 26%/145%/27%。当前市值对应 2027 年 PE 为 14.5 倍，低于可比公司均值（19.4 倍），首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**国际油价波动与油气资本开支不及预期风险，AIDC 燃气轮机业务拓展与交付不及预期风险，订单交付与供应链风险，汇率波动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

股票数据	
总股本(百万股):	1,023.86
流通 A 股(百万股):	691.07
52 周内股价区间(元):	49.43-173.45
总市值(百万元):	119,627.32
总资产(百万元):	39,567.91
每股净资产(元):	22.74

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,355	16,223	20,328	37,529	46,583
(+/-)YOY(%)	-4.0%	21.5%	25.3%	84.6%	24.1%
净利润(百万元)	2,627	2,680	3,382	8,277	10,530
(+/-)YOY(%)	7.0%	2.0%	26.2%	144.8%	27.2%
全面摊薄 EPS(元)	2.57	2.62	3.30	8.08	10.28
毛利率(%)	33.7%	31.7%	32.9%	38.3%	38.5%
净资产收益率(%)	12.4%	11.6%	13.1%	24.5%	24.0%

资料来源：公司年报（2024-2025），德邦研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 杰瑞股份：国内油服装备龙头，AIDC 发电开启成长新篇 6
1.1. 从贸易维修起家，向装备制造与能源服务延伸 6
1.2. 股权结构：集中持股，创始人团队共同控制 8
1.3. 业绩稳健增长，出海进入收获期 8
2. 油服行业：存量开发夯实底部，LNG 扩产贡献增量 11
2.1. 全球油服市场走出低谷，上游资本开支进入稳步增长阶段 11
2.2. 存量衰减构筑需求底部，资本开支向低成本资源集中 12
2.3. 天然气：需求稳步扩容，LNG 建设进入集中释放期 15
2.4. 公司：压裂装备龙头地位稳固，天然气 EPC 项目持续落地 17
2.4.1. 压裂技术与市占率领先，奠定高端油气装备制造基础 17
2.4.2. 装备能力由油向气复用，业务由产品向 EPC 项目延伸 18
2.4.3. 中东高端市场持续突破，系统交付能力向全球化和长期运营延伸 19
3. 燃气轮机：AIDC 缺电催化，供需错配开启景气周期 21
3.1. AIDC 负荷激增叠加电力供给错配，北美缺电矛盾加剧 21
3.1.1. 需求端：AIDC 集中扩容，驱动电力负荷集中增长 21
3.1.2. 供给端：电源与电网建设滞后，可接入电力供给不足 22
3.2. 燃气轮机：AIDC 需求放量，行业迈入供不应求 25
3.2.1. 燃气轮机：天然气发电核心装备，覆盖多功率应用场景 25
3.2.2. 需求侧：数据中心需求加速兑现，燃机需求斜率上行 25
3.2.3. 供给端：主机产能紧缺，长交期支撑量价齐升 27
3.2.4. 供给弹性：扩产推进但释放缓慢，紧张短期难缓解 28
3.3. 公司：燃机业务迎来放量期，向 AIDC 一体化进发 29
3.3.1. 深耕移动燃机多年，油气田应用经验带来 AIDC 市场切入能力 29
3.3.2. 多元机头锁定稀缺供给，保障订单承接能力 29
3.3.3. 北美订单持续放量，燃机逐步进入规模化交付阶段 31
3.3.4. 从燃机设备向 AIDC 一体化延伸，打开单项目价值量空间 32
4. 盈利预测与估值 34
4.1. 盈利预测分析 34
4.2. 投资建议：公司当前市值对应 2027 年 PE 为 14.5 倍，给予“买入”评级 35
5. 风险提示 36

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：杰瑞以油气产业链服务为核心，向燃气发电及数据中心能源解决方案拓展 6
图 2：杰瑞股份历史业绩复盘 6
图 3：杰瑞股份发展历程 7
图 4：公司股权结构集中（截至 2026H1） 8
图 5：2016-2025 年公司营业收入 CAGR 约 21% 8
图 6：2016-2025 年公司归母净利润 CAGR 约 41% 8
图 7：2025 年末杰瑞在手订单 123 亿，创历史新高 9
图 8：2025 年杰瑞股份产品结构 9
图 9：2025 年公司海外收入占比升至 48% 9
图 10：近年海外业务毛利率优于国内，2025 年达 38% 9
图 11：2016—2025 年公司毛利率与净利率 10
图 12：2016—2025 年公司整体费用率波动下降 10
图 13：全球油服市场规模（亿美元）及 yoy 11
图 14：全球石油天然气上游资本开支 12
图 15：全球剩余石油资源供应成本 12
图 16：无任何投资情景下全球油气产量走势 13
图 17：2015-2025 全球上游资本开支拆分，多数用于对冲存量衰减 13
图 18：2000-2024 全球原油产量结构图，非常规占比明显提升 13
图 19：美国致密油/页岩气逐年井自然衰减曲线 13
图 20：2015—2026 年美国活跃压裂车队数量 14
图 21：2016—2023 年北美压裂设备保有量及产能过剩率 14
图 22：三桶油上游资本开支（亿元）及 yoy 15
图 23：2024-2030 年全球天然气分区域需求增长情况 15
图 24：新建 LNG 液化项目的年度 FID 产能，2025 年大量项目拍板 FID 16
图 25：LNG 产业链覆盖气源开发、处理、液化、运输及再气化等环节 17
图 26：压裂作业场景地形限制较高 18
图 27：杰瑞 5100 型涡轮压裂拖车在美国交付 18
图 28：杰瑞天然气全产业链业务布局 19
图 29：杰瑞恒日 EPC 总包的内蒙古盈通 240 万方/天天然气液化项目 19
图 30：中性预期下，2030 年 AIDC 峰值负荷达到 70.7GW 21
图 31：2026~2028 为全球数据中心计划投产高峰期（GW） 22
图 32：美国电力需求出现历史性激增 22

下载日志已记录，仅供内部参考

图 33：从提交并网申请（IR）到商业运行（COD）的中位周期持续拉长 23
图 34：美国发电结构以天然气为主（TWh） 23
图 35：全球燃气轮机机组正在迅速老化 23
图 36：千兆瓦级 AIDC 项目建设周期约为 2 年 24
图 37：北美数据中心负荷增长集中于 ERCOT、PJM 及 WECC 等部分区域 24
图 38：燃气轮机结构示意图 25
图 39：燃气轮机分类 25
图 40：燃气轮机市场规模预计 2035 年规模达 611 亿美元 26
图 41：GE 燃机新接订单及销售交付情况（GW） 26
图 42：今年来西门子燃机订单规模明显上行（亿欧元） 26
图 43：燃气轮机市场格局集中，2023 年 CR3 达 76% 27
图 44：FY24-FY26Q2，GE Vernova 燃机订单交付比持续维持 1 倍以上（除 2025Q2 外） 28
图 45：杰瑞形成了机头驱动订单，订单反哺机头的正向循环 30
图 46：FTAI＆杰瑞深化航改燃机成撬合作 31
图 47：传统 vs 模块化时间轴对比 32
图 48：预计模块化系统及微型数据中心 2030 年规模 480 亿美元 32
图 49：公司 800V 高压直流微电网一体化方案架构 33
图 50：杰瑞预制化冷却方舱集成示意 33

表 1：公司油气装备产品布局及竞争力 17
表 2：公司代表性海外油气工程项目 20
表 3 不同电源技术路径的建设周期、波动性、碳排放与度电成本对比 24
表 4：数据中心相关燃机项目订单与合作案例 27
表 5：全球主要燃机主机厂订单维持高位 28
表 6：主流燃气轮机主机厂扩产较积极 29
表 7：公司油服领域燃气轮机发电机组业务发展历程 29
表 8：杰瑞与上游多个机头企业达成战略合作 30
表 9：公司数据中心燃气轮机发电机组主要订单梳理（2025.11-2026.07） 31
表 10：公司数据中心一体化业务布局 32
表 11：杰瑞股份盈利预测（百万元） 34
表 12：可比公司估值（截至 2026/9/23) 35

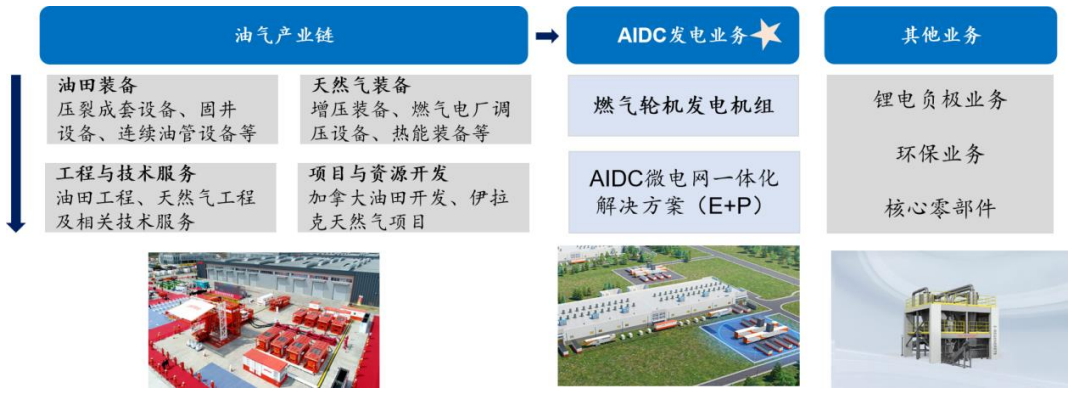
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 杰瑞股份：国内油服装备龙头，AIDC 发电开启成长新篇

1.1. 从贸易维修起家，向装备制造与能源服务延伸

杰瑞股份是国内领先、具备全球竞争力的民营油气装备与工程服务商。杰瑞成立于 1999 年，以压裂装备为核心，沿“设备—服务—工程”纵向延伸，形成覆盖钻完井、天然气处理及发电装备的一体化能力；依托高端装备制造、模块化成撬和 EPC 交付优势，持续突破中东、北美等海外市场。当前，油服业务构筑基本盘，天然气业务放量，燃气轮机切入北美 AIDC 供电市场，三条成长曲线接力展开。

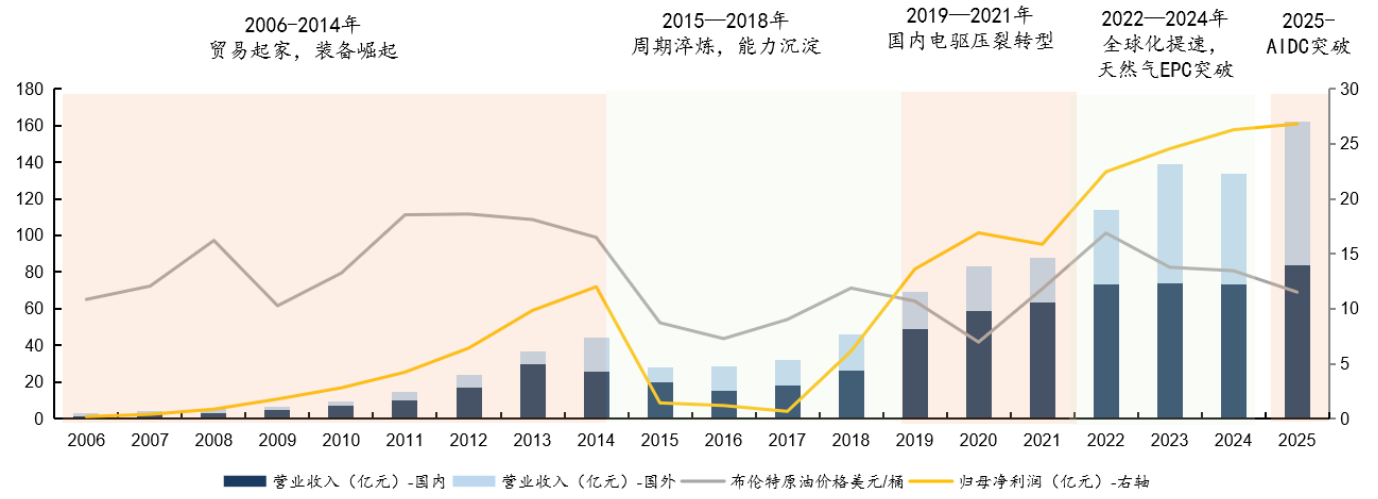
图 1：杰瑞以油气产业链服务为核心，向燃气发电及数据中心能源解决方案拓展



资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所

复盘公司发展历程：杰瑞从贸易维修积累制造能力，在行业上行期完成装备放量，在周期下行期补齐一体化能力，再依托能源安全、海外扩张和 AIDC 电力需求，持续打开新的成长空间。

图 2：杰瑞股份历史业绩复盘



资料来源：公司公告，iFind，德邦研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1）1999—2014 年：由配件贸易商成长为压裂装备龙头。公司由油田配件销售与设备维修起家，逐步向自主装备制造和油田服务延伸，抓住非常规油气开发机遇，2006 年推出首台车载固井设备，2009 年研制 2500 型大功率压裂车，压裂、固井设备在国内快速放量。2012 年成套压裂车组进入美国市场，成为迄今为止唯一向北美提供全套页岩气压裂设备的中国企业；2014 年推出第一代涡轮压裂设备。

2）2015—2018 年：油价下行倒逼能力重塑，周期底部补齐一体化能力。面对行业需求收缩，公司由规模扩张转向技术与经营沉淀，持续强化研发、设计、制造、服务和 EPC 能力；2018 年成为西门子能源 A05 航改型燃气轮机在中国的首家授权成套商，开始布局油气场景燃气轮机发电机组，为后续业务拓展提前储备产品与供应链。

3）2019—2021 年：电驱压裂引领国内升级，中东突破打开海外高端市场。公司抓住三桶油增储上产和油气自主可控机遇，2019 年推出全球首个电驱压裂成套装备，推动国内压裂设备向电驱化升级；2020 年首套 5MW 级车载燃气轮机发电机组投入井场应用，2021 年科威特 KOC 大型项目落地，在中东高端油气市场实现关键突破。

4）2022—2024 年：天然气业务加速出海，海外模式由设备出口升级至“设备+EPC”。公司将油服领域积累的设计、成撬制造和项目交付能力复制至天然气业务，持续突破中东国家石油公司客户，天然气设备及工程成为第二成长曲线。

5）2025 年至今：油气场景能力向数据中心电力迁移，燃气轮机开启第三成长曲线。公司此前已在北美油气场景完成燃机产品验证，2025 年正式切入 AIDC 发电市场并连续获得大额订单，截至 2026 年 8 月，公司累计签署燃气轮机发电机组及配套设备合同超过 31 亿美元，第三曲线渐成型。与此同时，公司围绕 CCUS、锂电负极材料和资源循环利用等方向进行前瞻布局，加速由油气装备龙头向全球能源系统解决方案提供商转型。

图 3：杰瑞股份发展历程



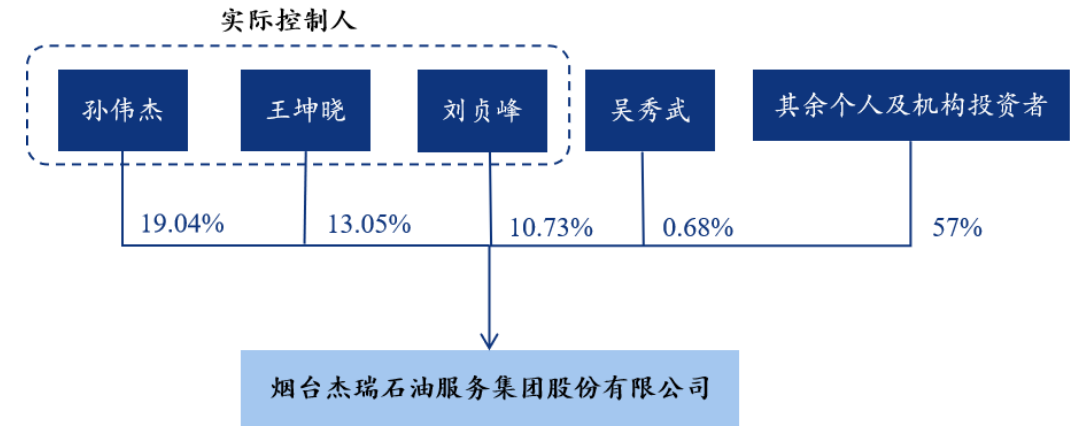
资料来源：公司官网，公司公告，香港商报，证券时报网，大众网，人民财讯，德邦研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2. 股权结构：集中持股，创始人团队共同控制

公司股权结构集中，创始人团队控制权稳定。孙伟杰、王坤晓和刘贞峰均为公司创始人及一致行动人，分别持股 19.04%、13.05%和 10.73%，合计持股 42.82%，为公司实际控制人。

图 4：公司股权结构集中（截至 2026H1）

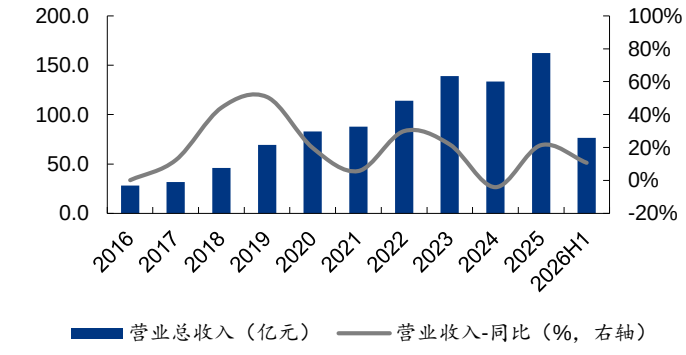


资料来源：公司公告（数据截至 2026 年半年报），iFind，德邦研究所

1.3. 业绩稳健增长，出海进入收获期

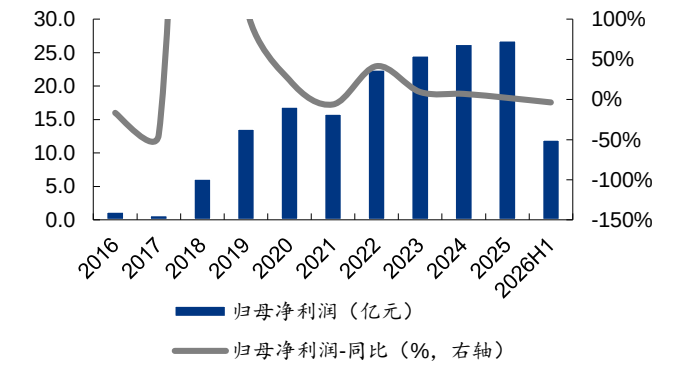
公司营业收入与归母净利润保持多年稳定增长。2016—2025 年，公司营收由 28.3 亿元增至 162.2 亿元，CAGR 为 21.4%；归母净利润由 1.2 亿元增至 26.8 亿元，CAGR 为 41.4%，长期利润增速显著快于收入。2026 年 H1 营收同比增长 11%，归母净利润同比-4%，主要受地缘冲突导致的油气工程项目交付延期、汇率波动、出售光明能源公司等因素影响。

图 5：2016-2025 年公司营业收入 CAGR 约 21%



资料来源：公司公告，iFind，德邦研究所

图 6：2016-2025 年公司归母净利润 CAGR 约 41%



资料来源：公司公告，iFind，德邦研究所

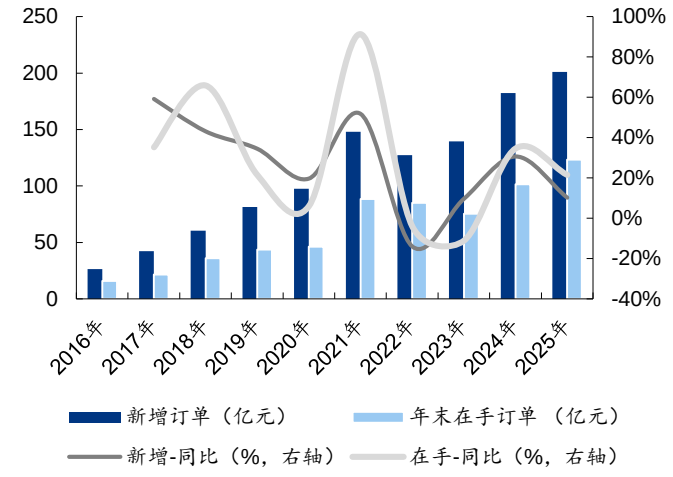
在手订单创历史新高，后续业绩增长具备较强支撑。2025 年公司新签订单 201.0 亿元，同比增长 10%；年末在手订单 123.3 亿元，同比增长 21%，创历史新高。充足的订单储备为后续项目交付和收入增长提供较强支撑。

从业务结构看，装备制造是公司主要利润来源。2025 年公司收入占比为油气装备 62%、油气服务 29%、新能源及再生循环 6%、其他 1%。其中，油气装备毛

下载日志已记录，仅供内部参考

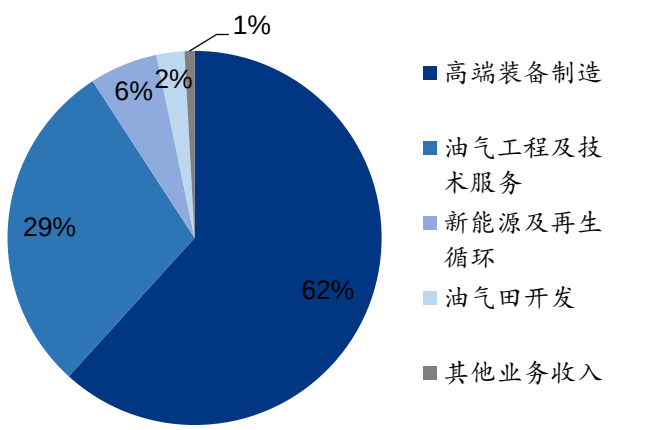
利率达 38%，显著高于油气工程及技术服务的 23%，构成公司利润主要来源。

图 7：2025 年末杰瑞在手订单 123 亿，创历史新高



资料来源：公司公告，德邦研究所

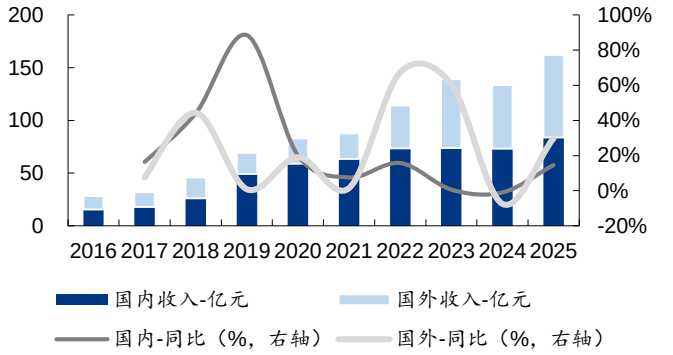
图 8：2025 年杰瑞股份产品结构



资料来源：公司公告，iFind，德邦研究所

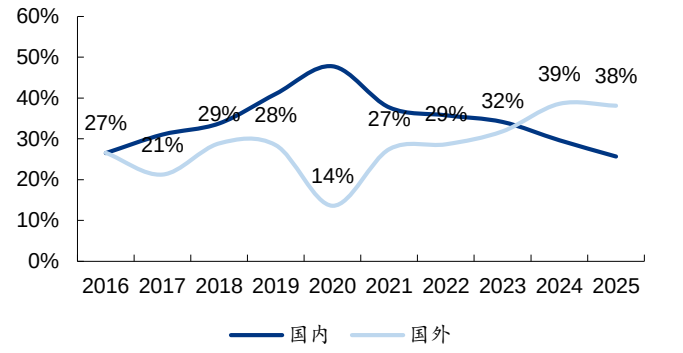
海外持续突破，盈利优势显著。2022 年起海外收入快速起量，2025 年海外收入 78.4 亿元，同比+30%，收入占比升至 48%；国内收入 83.8 亿元，同比+15%。海外毛利率 38.1%，较国内的 25.7%高出 12pct。

图 9：2025 年公司海外收入占比升至 48%



资料来源：公司公告，iFind，德邦研究所

图 10：近年海外业务毛利率优于国内，2025 年达 38%

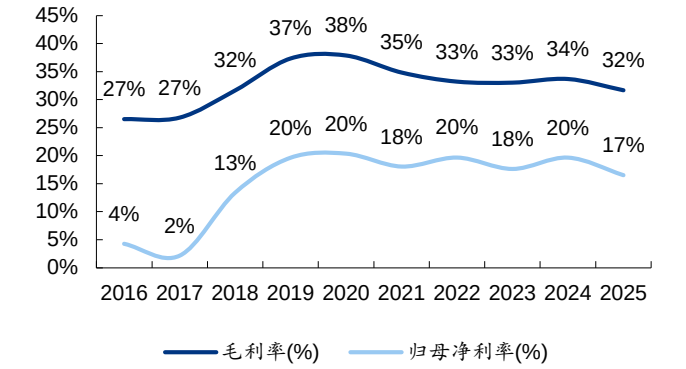


资料来源：公司公告，iFind，德邦研究所

毛利率长期稳于 30%-35%左右区间，费用率有所优化。2025 年，公司毛利率为 31.7%；三费费用率 16.1%，同比-1.4pct，其中研发费用率保持平稳，管理费用率有所下降，整体经营效率提升。

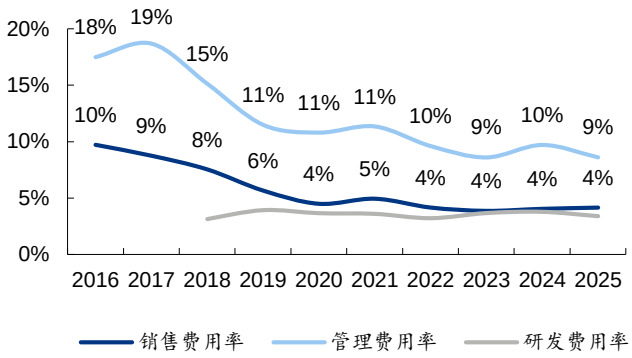
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：2016—2025 年公司毛利率与净利率



资料来源：公司公告，iFind，德邦研究所

图 12：2016—2025 年公司整体费用率波动下降



资料来源：公司公告，iFind，德邦研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

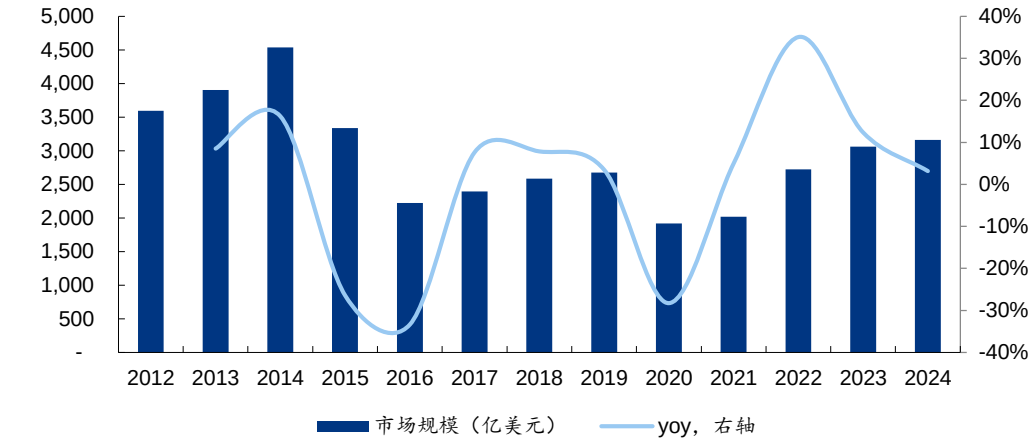
2. 油服行业：存量开发夯实底部，LNG 扩产贡献增量

油服行业位于油气产业链中游，需求最终来自油气公司的勘探开发支出。按照作业环节，行业可分为物探、钻完井、测录试、油田生产和油田工程建设五大板块。其中物探、钻完井和测录试属开采前端，负责勘探验证与钻井信息服务；油田生产负责油气开采实施；油田工程建设则承担平台建设与管道铺设等综合任务。据普华有策数据，钻完井、油田工程建设和油田生产三者合计占全球油服市场近 90%。设备企业主要参与钻机、压裂设备、固井设备等环节，其订单与油公司的开发活动、项目建设进度和设备更新周期密切相关。

2.1. 全球油服市场走出低谷，上游资本开支进入稳步增长阶段

全球油服市场近年来有所回暖，但行业规模仍未回到上一轮高点。根据 Spears & Associates 数据，全球油田设备与服务市场规模在 2014 年达到 4538 亿美元，随后受油价下跌和油气公司削减资本开支影响持续收缩，2020 年降至 1921 亿美元。2021 年以来，随着能源需求恢复和上游资本开支回升，全球油服市场规模由 2021 年的 2017 亿美元增长至 2024 年的 3161 亿美元。

图 13：全球油服市场规模（亿美元）及 yoy

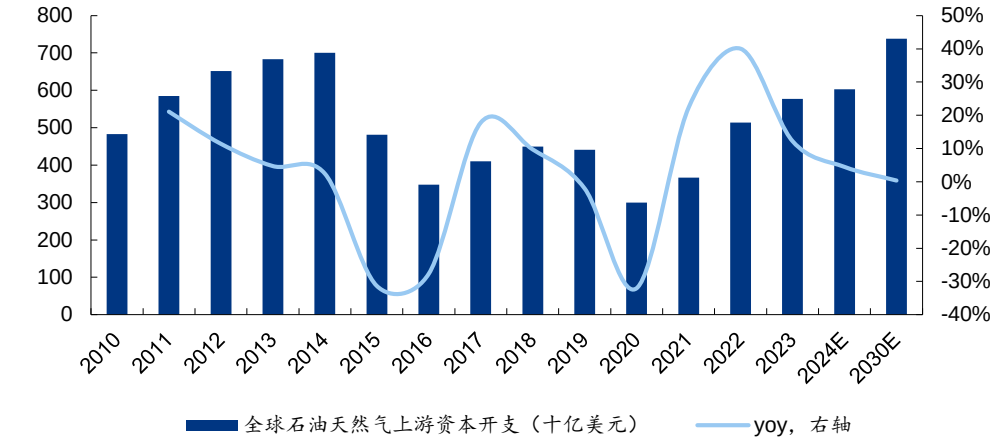


资料来源： Spears & Associates，前瞻产业研究院、杰瑞股份 2019 年年报、中海油服 2020 年年报、恒泰艾普招股书、中国石油和化学工业联合会、中国石油报，德邦研究所

全球上游油气资本开支已从疫情低点显著修复，并逐步转向高位稳步增长。根据 IEF，全球上游油气资本开支在 2014 年达到 7000 亿美元，随后受油价下跌及油气公司压缩投资影响持续回落，2020 年降至 3000 亿美元。2021 年以来，上游资本开支连续恢复。IEF 预计，为保障未来油气供应，全球年度上游资本开支到 2030 年仍需进一步提高至 7380 亿美元，较 2024 年增加约 1350 亿美元，2025—2030 年累计投资需求约 4.3 万亿美元。由此看，全球上游投资正在由疫情后的恢复转向中长期持续投入，为油服市场需求提供相对稳定的资本开支基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 14：全球石油天然气上游资本开支

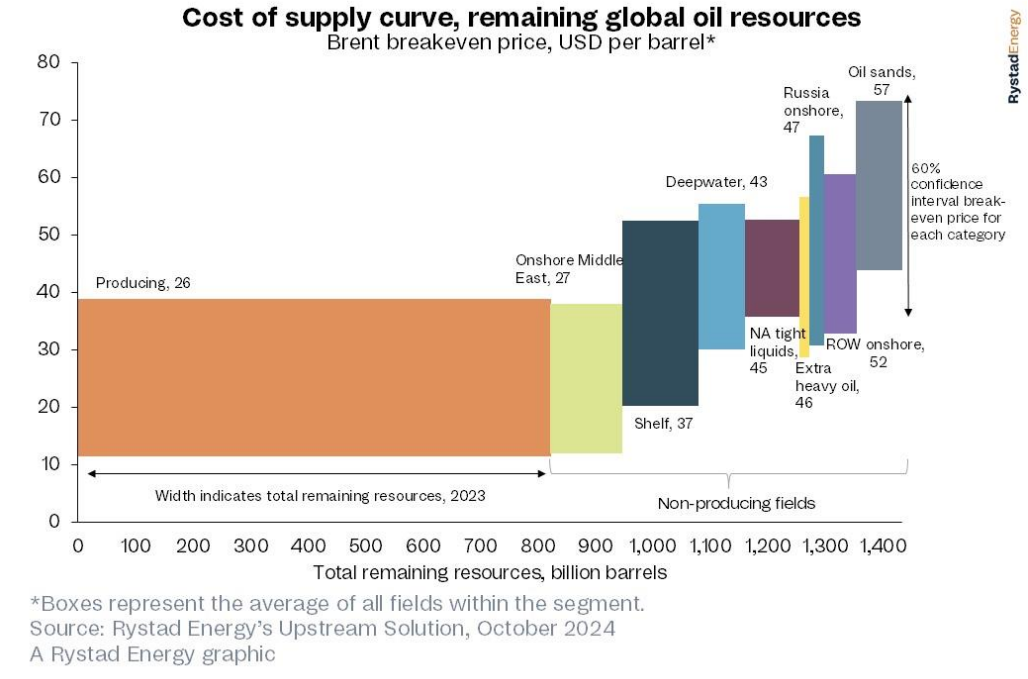


资料来源：International Energy Forum, S&P Global Commodity Insights，德邦研究所

2.2. 存量衰减构筑需求底部，资本开支向低成本资源集中

资源成本差异推动资本开支向低成本产区和高质量项目集中。根据 Rystad Energy 测算，受通胀及供应链因素影响，2024 年 10 月，全球非 OPEC 新增石油项目平均盈亏平衡成本已升至 47 美元/桶。细分来看，中东陆上项目成本最低（27 美元/桶），大陆架、深水和北美页岩项目分别为 37、43 和 45 美元/桶，因此，中东低成本资源、核心页岩区块及大型深水项目仍具有较强经济性。预计全球上游资本开支由高成本、分散型项目向低成本资源国和高技术壁垒项目集中，带动油服需求向中东、深水及高端钻完井装备倾斜。

图 15：全球剩余石油资源供应成本

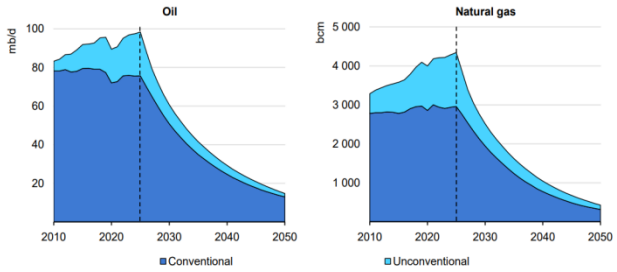


资料来源：Rystad Energy，德邦研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

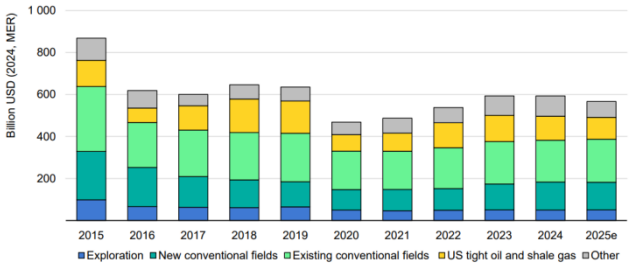
①存量油气田自然衰减是油服需求重要的底部支撑。油气田投产后产量会随开采逐年下降，油气公司需要持续进行新井开发、加密钻井、老井增产和修井作业，才能维持产量稳定。IEA 对全球约 1.5 万个油气田的统计分析显示，常规油田达峰后的平均年衰减率约为 5.6%，常规气田约为 6.8%，且衰减速率在进入中后期阶段后明显加快。若完全停止新增资本投入，未来十年全球石油产量平均每年将下降 8%，约为 550 万桶/日，相当于巴西和挪威产量之和；天然气产量平均每年将下降 9%，约 2700 亿立方米，相当于整个非洲的产量。从投资结构来看，2019 年以来全球年均约 5500 亿美元的上游油气投资中，接近 90%用于维持现有产能，仅约 10%服务于新增需求。这意味着，存量产量仍在支撑能源供应体系，油气行业必须持续大规模投入，才能仅仅维持现有产量不下跌。

图 16：无任何投资情景下全球油气产量走势



注：自然递减率自 2025 年末起开始生效。
资料来源：IEA，德邦研究所

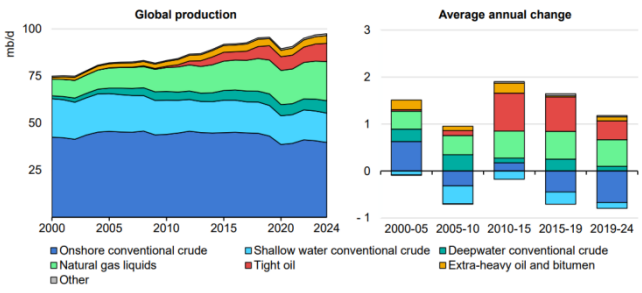
图 17：2015-2025 全球上游资本开支拆分，多数用于对冲存量衰减



资料来源：IEA，德邦研究所

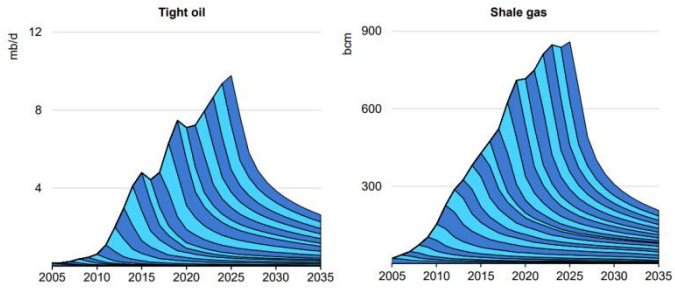
②非常规油气占比提升进一步增强了上游资本开支的连续性。2000 年时常规油田贡献了全球 97%的石油产量，而到 2024 年这一比例已降至 77%，取而代之的是致密油、页岩气等非常规资源的快速崛起。页岩油气单井初始产量较高，但衰减速度明显快于常规油气田——IEA 数据显示，若新井钻探和压裂作业全面停止，致密油及页岩气产量在 12 个月内可能骤降超过 35%，第二年内再降约 15%。因此，非常规油气生产需要依靠持续钻井和压裂维持，对压裂设备、连续油管、井口设备和配套技术服务形成重复性需求。随着全球油气供应逐步向深海、深层和非常规资源转移，单位产量对应的设备投入和服务价值量也在提高。

图 18：2000-2024 全球原油产量结构图，非常规占比明显提升



注：其他包含煤制油、气制油、干酪根油及其他品类。
资料来源：IEA，德邦研究所

图 19：美国致密油/页岩气逐年井自然衰减曲线



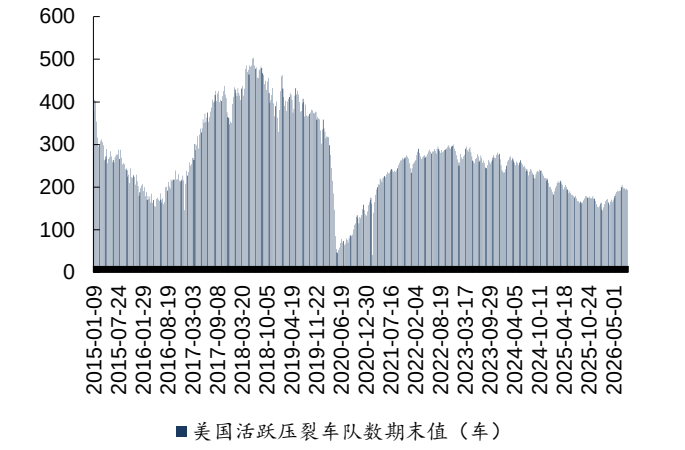
注：mb/d：百万桶/日；bcm：十亿立方米
假设所有投资在 2026 年 1 月 1 日完全停止，2026 年之后不再新钻任何井
每一条色带=某一年投产的一批井，从投产开始逐年递减的产量
资料来源：IEA，德邦研究所

以北美为例，北美压裂市场活动量处于低位，存量出清与技术升级有望支撑设备更新。北美是全球非常规油气开发的核心区域，据 Spears & Associates，2025

下载日志已记录，仅供内部参考

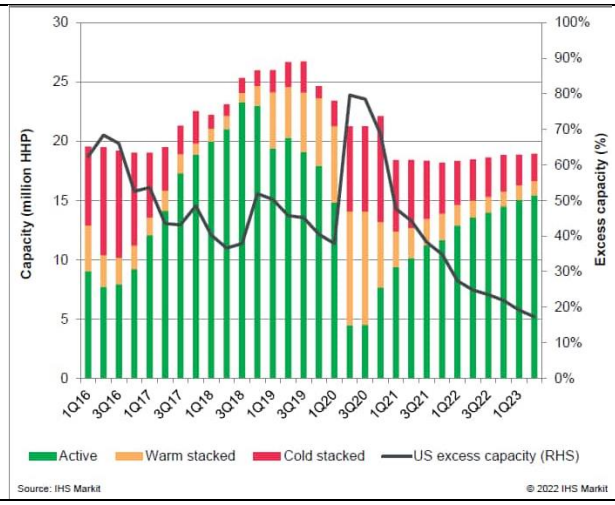
年北美占全球压裂市场约 75%。受油价及上游资本预算影响，美国活跃压裂车队由 2024 年初约 260 支降至 2025 年初约 200 支，2025 年末进一步降至 150 余支，当前回升至约 200 支。供给端，经过 2015 年和 2020 年两轮行业下行后持续出清，IHS Markit 数据显示，2021 年以来北美压裂设备保有量基本稳定，随着冷停设备退出，压裂设备产能过剩率由 2020 年二季度接近 80%降至 2023 年二季度约 20%。与此同时，大量设备购置于页岩革命初期，正逐步进入更新周期，长水平井和高强度压裂又提高了设备工作负荷，叠加传统柴油机组向双燃料、电驱及自动化机组升级，北美压裂设备需求正在由车队规模扩张转向老旧设备替换和技术升级。

图 20：2015—2026 年美国活跃压裂车队数量



资料来源：iFind，德邦研究所

图 21：2016—2023 年北美压裂设备保有量及产能过剩率



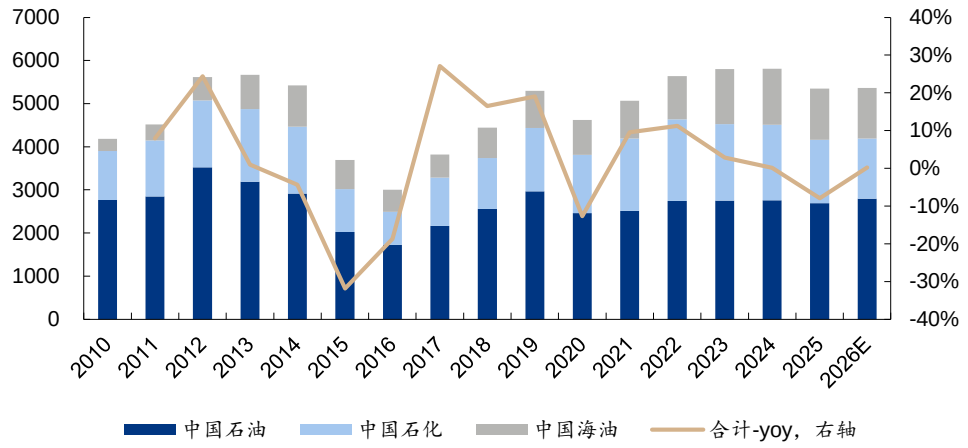
资料来源：IHS Markit，德邦研究所

③能源安全考量使油气资本开支有了更强的支撑。近年来，地缘政治冲突和能源贸易路线扰动频发，油气投资除考虑商业回报外，也承担稳定供应和保障国家能源安全的功能。对于资源国而言，保持油气产能有助于保障财政收入和资源变现；对于进口国而言，提高本土产量可以降低对外依赖。在此背景下，短期油价及 OPEC+产量政策仍会影响作业量和项目启动节奏，但面向低成本资源开发、存量产能维护和能源安全保障的投资，受短期价格波动影响较小，其投资需求更具持续性。

国内方面，在“增储上产”七年行动计划持续驱动下，“三桶油”资本支出维持高位。2025 年，“三桶油”合计资本性支出约 5351 亿元；根据已披露的 2026 年资本开支计划（取中值），三家公司合计资本支出预计约 5365 亿元，整体保持平稳。受益于资本开支的持续投入，国内油气产量连续刷新纪录，据国家能源局，2025 年原油产量达 2.16 亿吨，天然气产量超 2600 亿立方米，连续 9 年增产超百亿立方米。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：三桶油上游资本开支（亿元）及 yoy

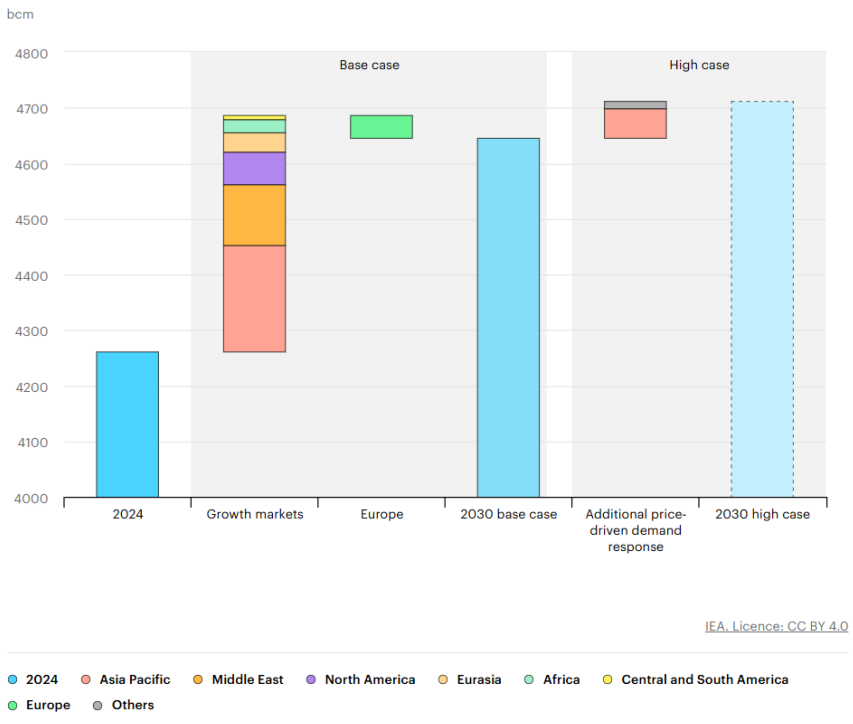


资料来源：各公司公告，德邦研究所

2.3. 天然气：需求稳步扩容，LNG 建设进入集中释放期

天然气兼具工业燃料、发电调峰和居民用能等多重属性，需求增长为油服行业提供增量。IEA 预计，2024—2030 年全球天然气需求年均增长接近 1.5%，累计增加约 3800 亿立方米；其中亚太地区贡献约一半增量，中国贡献约四分之一。从消费结构看，工业及能源行业贡献约 45%的需求增量，电力行业贡献超过三分之一，工业和电力需求将成为全球天然气消费增长的主要来源。

图 23：2024-2030 年全球天然气分区域需求增长情况



资料来源：IEA，德邦研究所

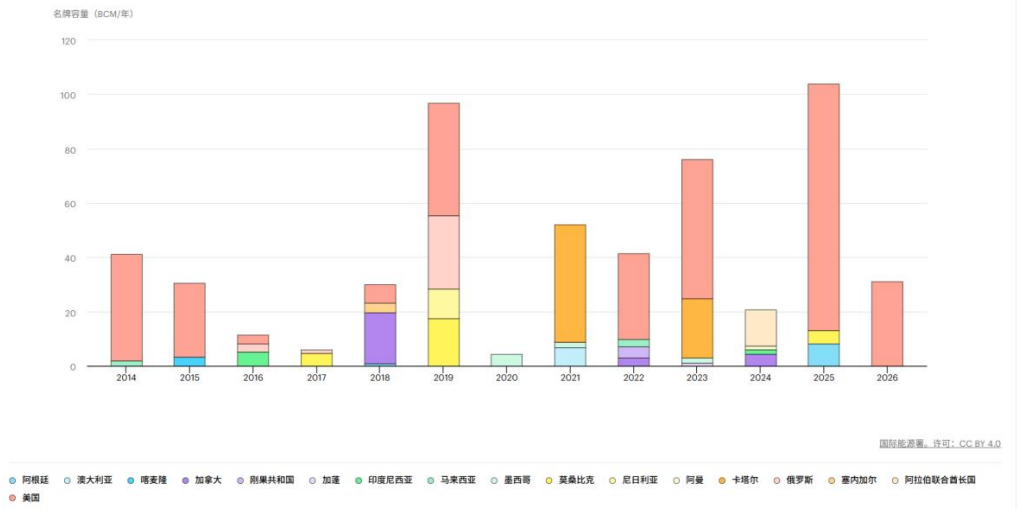
下载日志已记录，仅供内部参考

全球 LNG 扩产提速，正将中长期需求增长转化为确定性较强的项目资本开支。LNG 项目投资规模大，从 FID（最终投资决策）到建成投产平均需要 4—5 年，因此，FID 集中落地，意味着项目正式进入建设兑现期，也是预判后续设备需求的领先指标。

1）本轮 LNG 项目 FID 已形成持续数年的高景气周期。根据 IEA 截至 2026 年 6 月的最新统计，2025 年全球超过 1000 亿立方米/年的新增液化能力完成 FID，创历史新高；截至 2026 年 6 月上旬，美国又有约 310 亿立方米/年的项目完成 FID。2019 年至 2026 年 6 月，全球累计超过 4500 亿立方米/年的 LNG 出口能力完成 FID，年均获批规模超过 550 亿立方米/年，为 2014—2018 年平均水平的两倍以上。

2）充裕的已 FID 项目储备锁定未来数年的建设及设备需求。根据现有项目投产及爬坡计划，2025—2030 年全球预计新增约 3450 亿立方米/年的 LNG 出口能力，年度新增产能预计于 2028 年达到约 950 亿立方米/年的阶段性峰值。考虑存量项目产量衰减、新产能爬坡及装置利用率等因素，2030 年全球 LNG 实际供应量预计较 2024 年净增加约 2500 亿立方米。

图 24：新建 LNG 液化项目的年度 FID 产能，2025 年大量项目拍板 FID

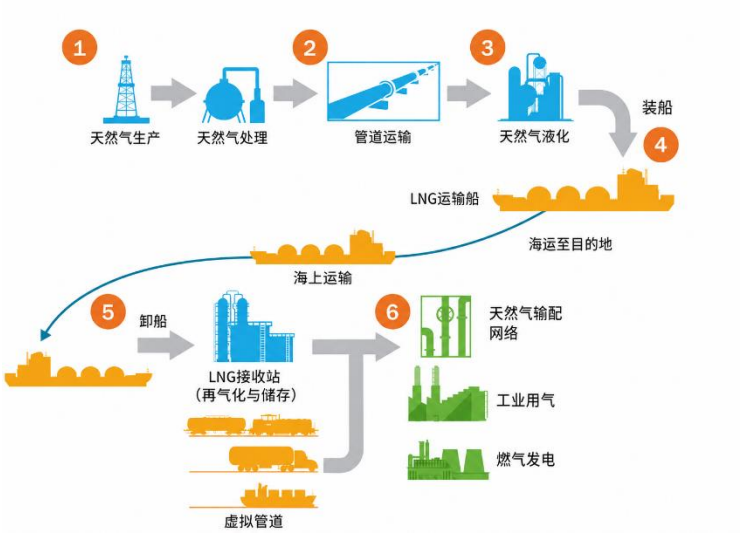


资料来源：IEA，德邦研究所

LNG 液化能力扩张将沿产业链向上游气源开发和地面工程传导。液化设施投产后需要持续的原料气供应，新增 LNG 出口需求将带动天然气产量及配套基础设施投资。以美国为例，EIA 预计 LNG 出口增长将成为天然气生产增长的重要驱动力；Haynesville 因毗邻美国湾岸 LNG 出口终端，已带动钻井及基础设施投资增加。天然气从井口至液化厂还需经历集输、增压、分离、脱水、脱酸和处理等环节，因此上游气源扩产将同步拉动钻完井、集输管网、压缩机组、气体处理设备及相关工程服务需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 25：LNG 产业链覆盖气源开发、处理、液化、运输及再气化等环节



资料来源：美国能源部，德邦研究所

2.4. 公司：压裂装备龙头地位稳固，天然气 EPC 项目持续落地

杰瑞以油气产业链的钻井、完井、增产、地面处理为主线，布局装备制造、技术服务、维修改造及工程总包，并以压裂成套装备为核心，向现场服务、天然气设备、EPC 和运维延伸。油服业务依托压裂装备优势，以电驱、涡轮及智能产品拓展北美市场，拓展后市场服务；天然气业务从压缩机、气处理向 EPC 和运维纵深。随着海外成套装备与 EPC 项目交付，项目价值有望持续提升。

表 1：公司油气装备产品布局及竞争力

业务板块	具体设备	业务竞争力
油田装备	压裂成套装备	2020—2022 年国内压裂设备市场份额接近 50%；唯一一家向北美高端市场提供全套压裂设备的中国企业，并于 2019 年推出世界首个电驱压裂成套装备
	智控固井装备	2018 年推出了世界首台超大功率固井车，颠覆传统固井车的设计理念，实现功率和功能的双向提升。目前，杰瑞固井装备占据国内 50%以上的市场份额，稳居市场占有率第一的龙头地位。
	智能连续油管装备	推出中国首台智能电控大管径连续油管设备及大管径连续油管设备；连续油管成套设备已占据国内约 55%的市场份额，稳居行业龙头地位。
	柱塞泵	是压裂成套装备的核心自制部件，产品覆盖 500—8000 马力，功率覆盖范围全球最广
天然气装备	天然气压缩机组	中国首套整机通过欧盟 CE 认证的高转速大功率压缩机组；中国首台适应于含 H2S 超过 85%工况的往复式压缩机组；往复式压缩机组最高功率可达 7457KW、最高排气压力可达 62MPa
	燃气电厂调压	为世界最大装机容量燃气电厂提供调压站+前置模块+燃料气增压机一体化设备解决方案

资料来源：公司官网、德邦研究所

2.4.1. 压裂技术与市占率领先，奠定高端油气装备制造基础

公司深耕油服装备二十余年，已经形成覆盖常规压裂、电驱压裂和涡轮压裂的产品体系，在核心部件、成套设备和现场应用三个层面建立竞争优势。1）核心部件方面，公司掌握高压柱塞泵、液力端、高压管汇及控制系统等关键环节，核心部件自主化增强了公司对整套设备性能、生产成本和交付周期的把控；2）成套设

下载日志已记录，仅供内部参考

备方面，公司 2014 年研发成功全球首台 4500 型涡轮压裂车，2019 年推出电驱压裂成套装备、2023 年进一步推出 8000 型电驱压裂设备，电驱与涡轮两条高端技术路线在动力来源上形成互补，分别适配电力资源充沛与气源便利的不同井场，提高了公司对不同作业环境的适配能力；3）现场应用方面，公司产品广泛应用于国内页岩气、致密油及煤岩气开发，并进入北美高强度压裂市场，长期运行数据持续推动产品迭代。

公司稳居国内压裂设备龙头，并率先突破北美高端市场。据公司官网，2020—2022 年公司压裂设备国内市占率接近 50%，固井、连续油管等装备同样位居行业前列；公司持续中标中石油电驱压裂设备采购项目，并成为唯一向北美高端市场供应全套压裂装备的中国企业，北美电驱压裂装备累计作业时间超过 3000 小时，涡轮压裂成套车组获得重复订单。我们认为，国内市占率验证公司的规模和客户基础，北美运行记录则进一步验证了产品可靠性和国际服务能力。由压裂业务积累的高压流体设备研发、核心部件制造、成套系统集成及复杂工况服务经验，也为公司后续向天然气设备和海外工程业务延伸提供基础。

图 26：压裂作业场景地形限制较高



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 27：杰瑞 5100 型涡轮压裂拖车在美国交付



资料来源：公司官网，德邦研究所

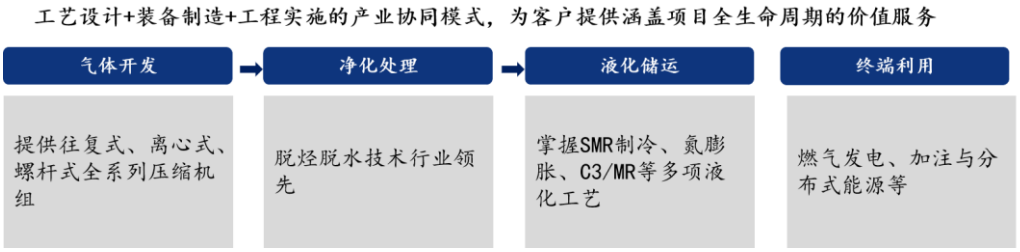
2.4.2. 装备能力由油向气复用，业务由产品向 EPC 项目延伸

油气田装备在压力与流体控制、机械制造、自动化控制及成套系统集成等底层技术上具有较强通用性，部分核心设备可在油井与气井之间灵活复用，客户均以大型油气开发企业为主。基于油服装备领域积累的技术与客户基础，公司业务沿天然气产业链纵深拓展：上游以钻完井设备及油气技术服务助力天然气勘探开发；中游提供往复式、螺杆式、离心式压缩机组及气处理工程设备，具备全规模天然气液化工厂设计总包与战略储气库建设能力；下游布局燃气轮机发电、电厂调压及分布式能源，形成“气体开发—净化处理—液化储运—终端利用”一体化解决能力。

随着天然气产品矩阵逐步完善，公司业务由单机设备销售拓展至成套设备供应、工艺设计和工程总包。1）公司通过参与项目前期工艺设计，可以将自制压缩机、气处理设备及相关油气装备纳入整体方案，带动设备批量应用；2）设计、设备制造、工程建设和系统调试一体化，有助于减少不同环节之间的接口并提升项目交付效率；3）大型项目交付形成的客户业绩，可以继续用于后续设备销售和项目竞标，从而扩大单个客户的合作范围。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：杰瑞天然气全产业链业务布局



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 29：杰瑞恒日 EPC 总包的内蒙古盈通 240 万方/天天然气液化项目



资料来源：公司官网，德邦研究所

2.4.3. 中东高端市场持续突破，系统交付能力向全球化和长期运营延伸

中东国家石油公司对供应商资质和历史业绩要求较高，公司依托国际认证积累及前期项目经验，逐步打开当地大型油气工程市场。中东当地油气资源主要由国家石油公司主导开发，供应商需要同时满足 API、ISO 等行业标准，以及客户在技术、质量、HSE 和历史业绩方面的内部审核。公司是中国首家获得 API Spec Q2 认证的油服企业，并已进入 KOC、ADNOC、MdOC 等国家石油公司的供应商体系。在取得市场准入后，公司项目拓展呈现三个层面的提升：1）项目规模持续扩大，由科威特 JPF-5 项目的 4.26 亿美元提升至 ADNOC 项目的 9.2 亿美元；2）项目类型由天然气生产设施拓展至增压站、井场数字化和长期气田开发；3）市场区域由科威特进一步扩展至巴林、阿联酋、伊拉克，在海湾国家复制。

公司中东业务版图从科威特拓展至巴林、阿联酋等市场，项目体量与合同复杂度同步提升。KOC JPF-5 项目涵盖 EPCC 建设及 60 个月运维服务，帮助公司建立首个中东大型工程业绩；BAPCO 天然气增压站项目中，27 台压缩机单元全部由公司设计制造，体现核心设备与工程总包的协同；ADNOC 项目覆盖约 2000 口井场，进一步验证公司在大型、分散式工程中的设计、供应链和施工组织能力。能够持续进入海外国家石油公司的供应商体系，并获得规模和复杂度不断提升的项目，反映出公司在产品可靠性、质量体系、工程管理及属地服务方面已经具备较强的综合竞争力。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：公司代表性海外油气工程项目

时间	项目名称	合同金额
2021 年 11 月	科威特 KOC JPF-5 生产设施项目	4.26 亿美元
2024 年 9 月	巴林国家石油公司天然气增压站工程总承包项目	3.16 亿美元
2024 年 11 月中标、2025 年 2 月签约	ADNOC Onshore 油田区块井场数字化改造 EPC 项目	9.20 亿美元
2025 年 12 月	文莱（东南亚）岸上天然气接收终端总承包项目	超过 1 亿美元

资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所

在 EPC 项目持续突破的基础上，曼苏里亚项目进一步推动公司业务向长期油气田开发延伸。2024 年 5 月，杰瑞股份与伊拉克中部石油公司（MdOC）初步签署伊拉克曼苏里亚气田开发生产合同，并于 2024 年 10 月 31 日正式签署。合同有效期 25 年。该项目为利润分享合同，杰瑞首次以开发者身份参与中东重点油气田的开采运营，参与环节覆盖开发方案、工程建设、生产和运营。项目可统筹公司在压裂装备、天然气处理、地面工程及油气技术服务方面的能力，并使公司在设备和工程收入之外获得长期油气开发收益敞口。2025 年 3 月，项目正式确定快速上产目标。

下载日志已记录，仅供内部参考

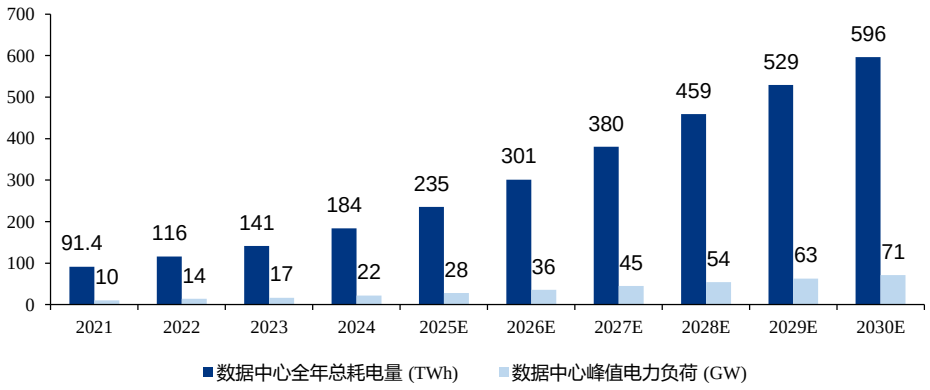
3. 燃气轮机：AIDC 缺电催化，供需错配开启景气周期

3.1. AIDC 负荷激增叠加电力供给错配，北美缺电矛盾加剧

3.1.1. 需求端：AIDC 集中扩容，驱动电力负荷集中增长

AI 资本开支快速增长，逐步转化为数据中心建设和电力需求。IEA 数据显示，2024 年全球数据中心投资额已接近 5000 亿美元，较 2022 年接近翻倍；同期全球数据中心用电量约为 415TWh，占全球用电量的 1.5%。预计到 2030 年，用电量将增至约 945TWh，2024—2030 年复合增速约 15%，占全球用电量的比重接近 3%。美国作为本轮 AIDC 建设的核心市场，EPRI 预计，中性情景下，2030 年美国数据中心峰值负荷将达到 70.7GW，较 2024 年增加约 49GW，年度用电量达到 596TWh。

图 30：中性预期下，2030 年 AIDC 峰值负荷达到 70.7GW



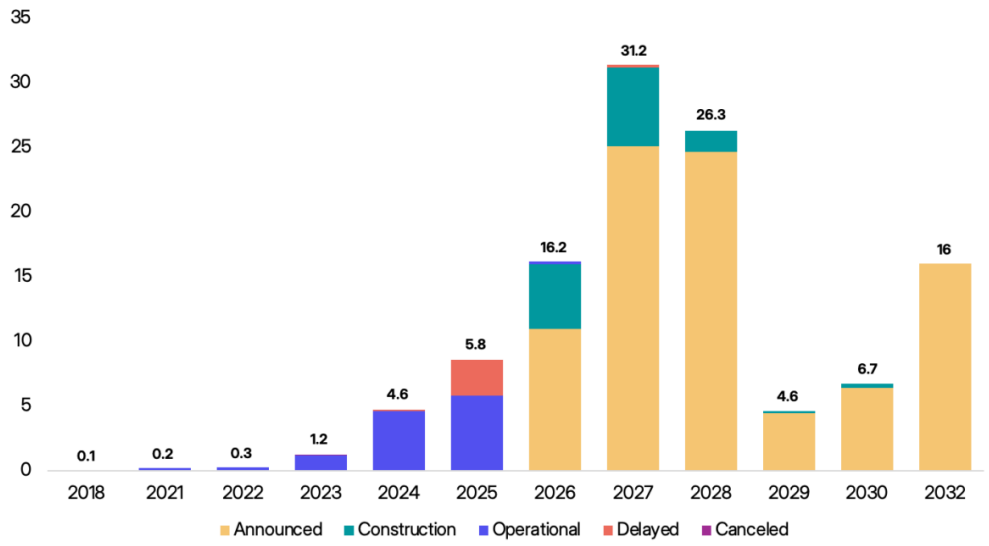
资料来源：EPRI，德邦研究所

AIDC 对电力系统的压力不仅是需求总量，更来自负荷的大规模、高负荷率和区域集中。根据 IEA，传统数据中心规模通常为数十 MW，而超大规模 AI 数据中心可达 100MW 以上，年耗电量相当于 10 万户家庭的用电量；同时，美国近一半的数据中心容量集中在五个区域集群。单个 GW 级项目相当于在局部电网中一次性增加大型工业城市级负荷，对发电容量、输电通道和变电设施形成冲击。

2026—2028 年或进入 AIDC 项目集中投运期。Currence 统计显示，全球 50MW 以上数据中心及 AI 工厂项目在 2026—2028 年的计划投运容量合计约 73.7GW，鉴于历史延期记录，2026 年计划的产能中或有 30%至 50%出现延期。但即使部分项目按期落地，也将形成规模可观且较为集中的新增电力需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 31：2026~2028 为全球数据中心计划投产高峰期（GW）



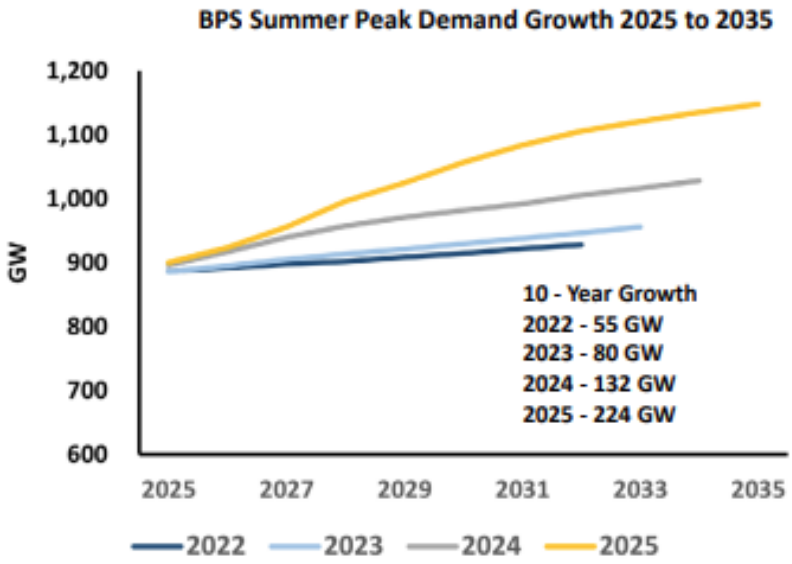
资料来源：Currence 官网，德邦研究所

3.1.2. 供给端：电源与电网建设滞后，可接入电力供给不足

①负荷预测快速上修，原有电力规划待重估

美国电力系统过去长期处于低负荷增长环境，电源和电网投资相对平缓，难以应对大量数百 MW 至 GW 级项目在短期内集中接入。NERC《2025 年长期可靠性评估》显示，未来十年北美夏季峰值负荷预计增加超过 224GW，较 2024 年评估中的预测上调约 70%，数据中心贡献了大部分新增需求。负荷预测快速上修，意味着原有发电和输电建设计划已难以匹配需求变化。

图 32：美国电力需求出现历史性激增



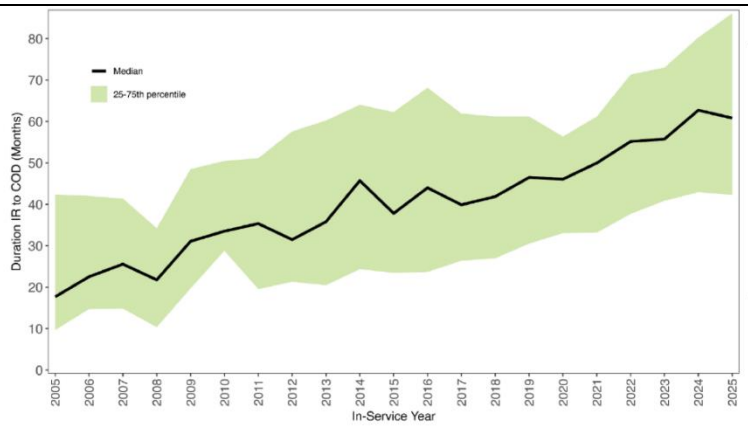
资料来源：NERC，德邦研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

②规划容量或充足，实际投产速度不足

美国严重缺乏能够按期投产的有效供给。据 Berkeley Lab《Queued Up: 2026 Edition》，截至 2025 年底，约 2060GW 发电及储能容量正在申请并网，其中发电项目约 1312GW、储能项目约 749GW。但并网队列并不代表能够按期形成有效供给：在 2000—2020 年提交申请的项目中，截至 2025 年底仅 13%的容量实现商业运营，75%最终撤回；2025 年投产项目从申请并网到商业运行的中位周期已超过五年。

图 33：从提交并网申请（IR）到商业运行（COD）的中位周期持续拉长



Sample size (# requests) by region and COD year

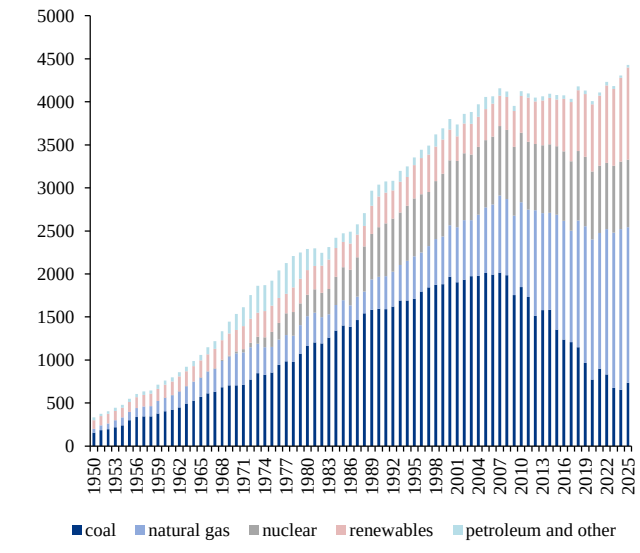
Region	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CAISO	12	8	19	14	12	15	14
ERCOT	21	19	54	44	63	95	74
MISO	29	36	21	26	27	45	0
NYISO	10	1	4	9	5	0	0
PJM	51	78	42	32	64	60	47
SPP	12	55	25	18	44	56	139
Southeast	15	25	23	24	37	55	19
West	5	6	13	13	13	10	3

Note: This table is included to provide transparency on the data sample with available COD dates and to contextualize the chart at left.

资料来源：LBNL《Queued Up: 2026 Edition》，德邦研究所

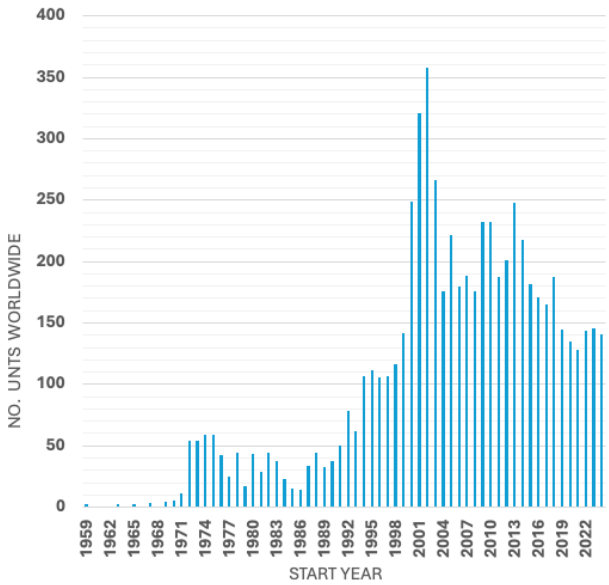
美国电力供给仍高度依赖天然气、核电和煤电等可调度电源，但存量稳定电源正进入集中更新与退出周期。据 EIA，2025 年，天然气、核电和煤电分别占美国公用事业规模发电量的 41%、18%和 17%，三类可调度电源合计贡献约 76%的发电量；可再生能源占比约 24%。美国煤电、核电及老旧燃机面临计划退役、存量老化压力，压缩了系统原有的稳定电源和备用容量。因此，新增电源投产慢、存量可调度电源退出，使可靠电力供给的增长落后于名义装机增长。

图 34：美国发电结构以天然气为主（TWh）



资料来源：EIA，德邦研究所

图 35：全球燃气轮机机组正在迅速老化



资料来源：Global Energy Monitor，德邦研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

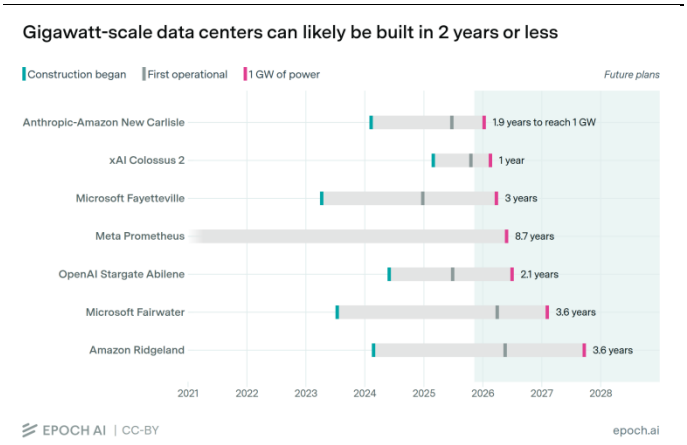
③AIDC 建设快于电源和电网扩建

AIDC 与电力基础设施的建设周期差异，进一步放大了供需错配。根据 IEA，新建数据中心通常仅需 1—3 年，而电网设施从规划、许可到建成通常需要 5—15 年，即使风光等建设相对较快的新增电源也需要 1—5 年。

空间维度上，AIDC 负荷高度集中于少数电力市场和节点，进一步削弱了跨区调度缓解缺电的可能性。NERC 预计，到 2030 年 ERCOT 纳入负荷预测的大型新增负荷约 45GW，其中数据中心约 23GW；在 WECC 部分平衡区，规划数据中心负荷甚至占当地预测需求的 40%。局部变电站、输电通道及天然气基础设施扩建均需数年时间，即使其他地区存在富余电源，也难以在 AIDC 计划投运时点及时输送至项目所在地。

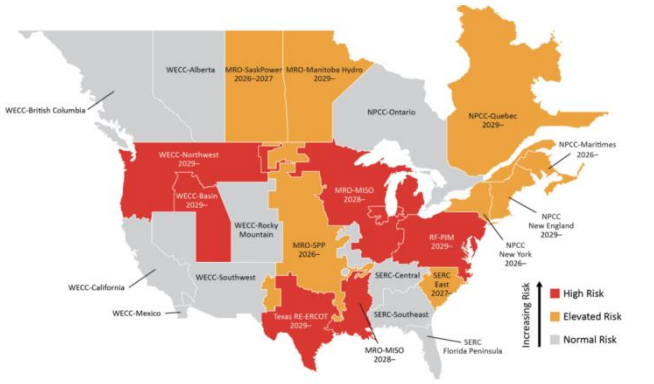
因此，北美缺电更多表现为特定时间和特定区域内“可接入电力”的不足。数据中心开发商为缩短上电时间，正加速采用不依赖电网的独立电力方案。

图 36：千兆瓦级 AIDC 项目建设周期约为 2 年



资料来源：Epoch，德邦研究所

图 37：北美数据中心负荷增长集中于 ERCOT、PJM 及 WECC 等部分区域



资料来源：NERC《2025 Long-Term Reliability Assessment》，德邦研究所

综上，时间错配与空间错配共同指向一个结论：数据中心需要一种建设周期短（1-3 年）、不依赖电网、可 24/7 稳定出力的独立电源方案。对比各类技术路径，光伏/风电无法保证持续供电；电池储能只能维持数小时，无法作为主用电源；柴油发电机碳排放高且不适合长期连续运行；电网扩容则需要 5-15 年。因此，能够同时满足快+稳+独立三个条件的优选是燃气轮机现场发电。

表 3 不同电源技术路径的建设周期、波动性、碳排放与度电成本对比

电力来源	建设周期	波动性/可调度	全球平均 CO_2 强度（g CO_2 /kWh）	全球平均度电成本 LCOE（USD/MWh）
公用事业级太阳能光伏	1-4 年	波动性	0	60
陆上风电	2-5 年	波动性	0	50
海上风电	3-7 年	波动性	0	110
水电站	5-15 年	波动性（径流式）/ 可调度（水库式）	0	80
常规地热	3-8 年	可调度	0	80
核电（新建）	5-15 年	可调度	0	90
核电（重启）	2-5 年	可调度	0	60
煤电	3-6 年	可调度	960	80
燃气联合循环（CCGT）	**2-4 年**	**可调度**	**390**	**80**
燃气轮机（GT）	**1-3 年**	**可调度**	**620**	**220**

下载日志已记录，仅供内部参考

电网接入	3-7 年以上	可调度	美国：350；中国：600；东南亚：610；欧洲：240；全球：460	-

资料来源：IEA《Energy and AI》，德邦研究所

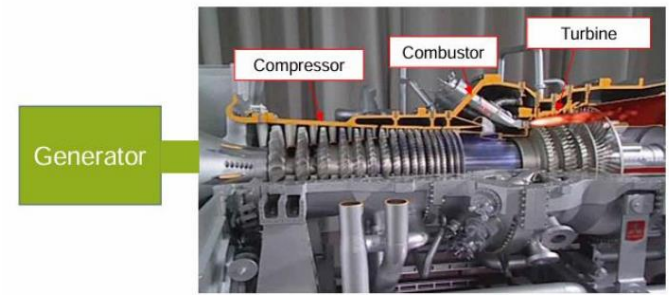
3.2. 燃气轮机：AIDC 需求放量，行业迈入供不应求

3.2.1. 燃气轮机：天然气发电核心装备，覆盖多功率应用场景

燃气轮机是一种以连续流动的气体作为工质、把热能转换为机械功的旋转式动力机械，核心由压气机、燃烧室和透平三部分构成。压气机将空气压缩后送入燃烧室，与天然气等燃料混合燃烧，形成高温高压气体推动透平旋转并带动发电机发电。

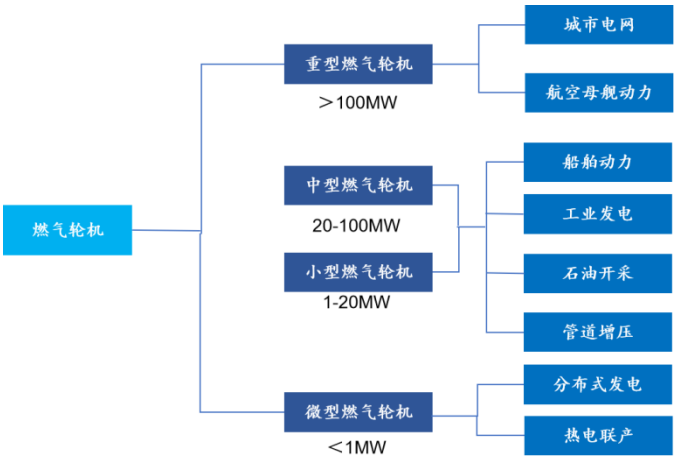
燃气轮机按功率分为重型、中型、小型、微型四类。重型燃气轮机单机容量一般超 100MW，热功转换效率高，是发电、驱动领域核心装备，也用作中型常规航母主动力；中型 20-100MW、小型 1-20MW，多用于船舶动力、发电、油气开采；微型一般低于 1MW，多用于分布式独立发电及冷热电联产。

图 38：燃气轮机结构示意图



资料来源：三菱重工官网，德邦研究所

图 39：燃气轮机分类



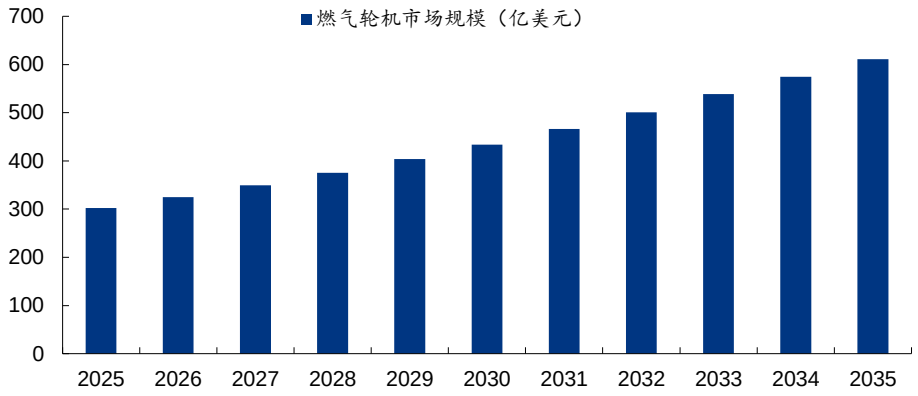
资料来源：智研咨询，德邦研究所

3.2.2. 需求侧：数据中心需求加速兑现，燃机需求斜率上行

全球燃气轮机市场稳步扩容。根据 Precedence Research 数据，2025 年全球燃气轮机市场规模约 302.4 亿美元，预计 2025-2035 年复合增速约 7.3%，对应 2035 年市场规模约 611.3 亿美元，较 2025 年翻倍。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 40：燃气轮机市场规模预计 2035 年规模达 611 亿美元

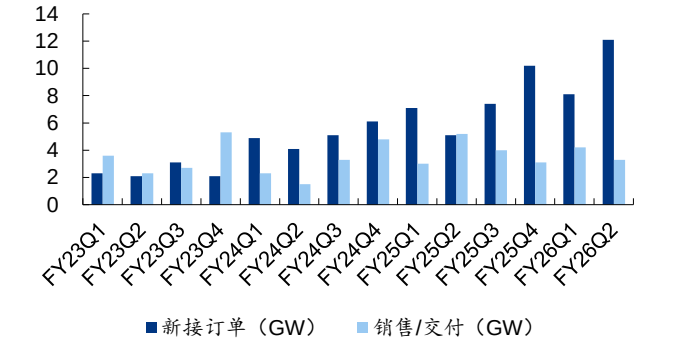


资料来源：Precedence Research，德邦研究所

AIDC 数据中心正成为燃机增量需求的重要来源。根据三菱重工援引 McCoy Power Report 的数据，2024 年全球发电用燃机需求达到 56.2GW，同比增长约 39%；2025 年进一步增至 96.1GW，同比增长约 71%。此外，西门子能源持续上调全球燃机市场需求预测，公司 2025 年 3 月预计全球燃机年需求约 70GW，2025 年 11 月将 FY2026—2035 年平均需求上调至约 90GW（包含联合循环配置中的汽轮机容量），2026 年 6 月进一步上调至 110—120GW，公司指出，数据中心及 AI 相关需求是重要增量来源。

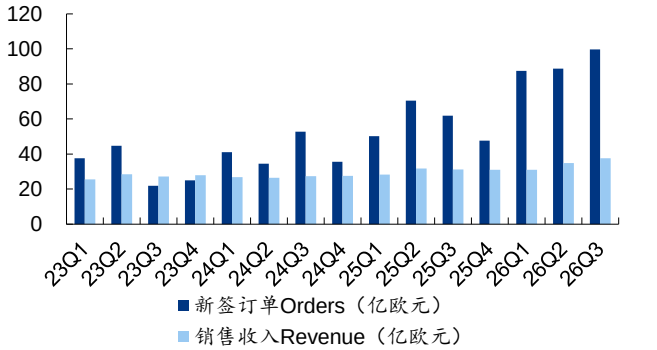
从主机厂订单结构看，数据中心已成为燃机新增需求的重要组成。26Q1，GE Vernova 燃机在手订单及产能预留协议中约 20%服务于数据中心项目；26Q2 西门子能源约 87GW 燃机订单中，约 24GW 与数据中心相关，占比约 28%。数据中心已经贡献全球头部燃机厂商约 20%+的订单容量。

图 41：GE 燃机新接订单及销售交付情况（GW）



资料来源：GEV 官网，德邦研究所

图 42：今年来西门子燃机订单规模明显上行（亿欧元）



资料来源：西门子能源官网，德邦研究所

2024 年底以来，数据中心相关燃机项目由单台采购升级至批量订单和 GW 级电力合作。上述项目呈现三项趋势：一是单个合作规模由数百兆瓦向数 GW 提升；二是航改燃机主要满足现场电源和快速部署需求，重型燃机主要进入大型集中式电站；三是主机采购逐步前置，客户通过产能预留协议提前锁定 2028—2030 年的交付机位。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4：数据中心相关燃机项目订单与合作案例

时间	燃机厂商及客户	订单或合作规模	项目定位
2024 年 12 月、2025 年 6 月	GE Vernova、Crusoe	29 台 LM2500XPRESS，合计约 1GW	航改燃机，用于 Crusoe AI 数据中心发电
2025 年 1 月、2026 年 6 月更新	GE Vernova、Chevron、Engine No.1、Microsoft	合作框架最高 4GW，其中 2.67GW 签订长期购电协议	大型燃气电站向数据中心长期供电
2025 年 2 月	GE Vernova、NRG、Kiewit	高达 5.4GW	联合循环电站，首批项目计划 2029 年投运
2025 年 4 月	GE Vernova、Homer City、Kiewit	7 台重型燃机，项目容量最高 4.5GW	原煤电场址改建燃气电站，服务数据中心负荷
2025 年 5 月	Baker Hughes、Frontier Infrastructure	16 台 NovaLT，合计约 270MW	用于 Frontier 的数据中心项目
2025 年 6 月	Siemens Energy、Eaton	面向数据中心，采用多台高效 SGT-800 燃气轮机，标准配置输出 500MW	标准化现场发电与配电模块

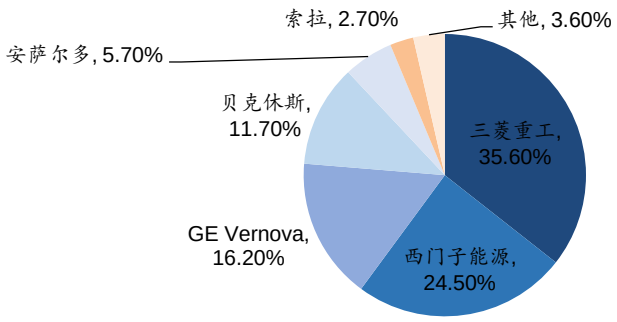
资料来源：GEV 官网，Chevron 官网，Power Engineering，NRG 官网，NRG 公告，Nasdaq，西门子能源官网，Baker Hughes 官网，德邦研究所

3.2.3. 供给端：主机产能紧缺，长交期支撑量价齐升

① 竞争格局：高度集中，机头资源稀缺性突出

核心机头供给呈现高度集中的竞争格局：据观研天下，2023 年三菱动力、西门子能源和 GE Vernova 的全球市场份额分别约为 36%、25%和 16%，CR3 约 76%；贝克休斯以约 12%的份额位居其后。市场规模持续扩张、主机供给集中，或意味着 AIDC 等新增需求快速释放后，成熟机型及核心机头资源的稀缺性将进一步凸显，具备稳定机头来源和系统集成能力的成套商亦有望受益。

图 43：燃气轮机市场格局集中，2023 年 CR3 达 76%



资料来源：观研天下，德邦研究所

② 订单积压：头部主机厂已排产至 2030 年左右

头部主机厂在手订单快速增长，近期交付机位已经基本锁定。GE Vernova 截至 2026 年二季度的燃机设备在手订单及产能预留容量达到 116GW，较一季度增加 16GW，公司预计 2026 年末进一步达到至少 125GW；现有排产已延伸至 2030 年，并开始承接 2031 年交付需求。西门子能源 2028 财年产能基本排满，2029—2030 年机位正在快速锁定。三菱重工 FY2025 签订 35 台大型燃机订单、对应 16 GW。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 5：全球主要燃机主机厂订单维持高位

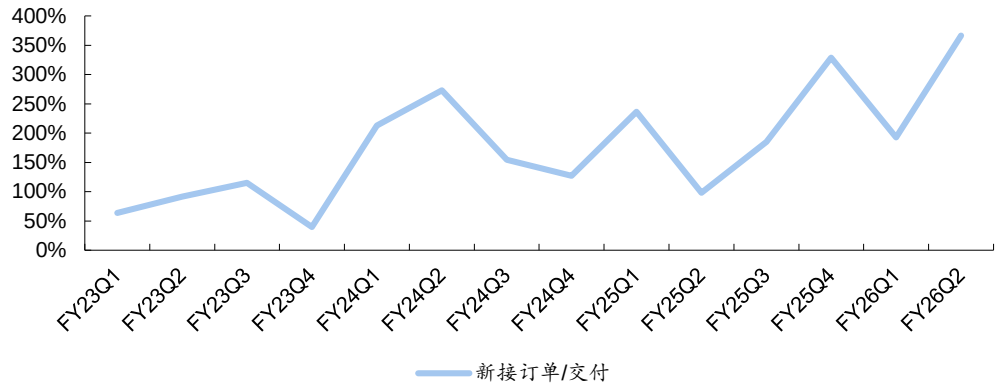
主机厂	订单及排产情况
GE Vernova	2026Q2 燃机设备在手订单及产能预留约 116GW，现预计到 2026 年底将达到至少 125GW；排产延伸至 2030 年以后
西门子能源	截至 3 月 31 日，2028 财年产能基本排满，2029—2030 年机位正在锁定；截至 26Q3，新增燃气轮机订单已经提高至 15GW
三菱重工	FY2025 签订 35 台大型燃机订单、对应 16 GW，GTCC 订单额同比增长约 80%，在手订单金额突破 5 万亿日元

资料来源：GE Vernova 官网、西门子能源官网、三菱重工官网、Edgen.Tech 官网、BENZINGA 官网、德邦研究所

③ 价格信号：供不应求已从量传导至价

订单持续高于交付、设备价格上涨进一步印证供给紧张。2024 至 2026Q2，除 2025Q2（98%）外，GE Vernova 燃机订单/销售比均超 1 倍，订单需求持续旺盛；同时，26Q2 公司公布实际 2026H1 设备订单较 2025Q4 高超过 20%。我们认为，交付周期延长、订单积压及价格上行共同反映燃机行业供不应求，行业景气度有望维持高位。

图 44：FY24-FY26Q2，GE Vernova 燃机订单交付比持续维持 1 倍以上（除 2025Q2 外）



资料来源：GEV 官网，德邦研究所

3.2.4. 供给弹性：扩产推进但释放缓慢，紧张短期难缓解

主机厂已启动扩产，但新增产能释放相对缓慢。GE Vernova 计划于 2026 年 Q3 将燃机年化产能提升至 20GW，2028 年进一步提高至约 24GW、2030 年达到 30GW；西门子能源计划将燃机年产能由 2024 财年的 17GW 提升至 2025-2027 财年的 22GW，并在 2028-2030 财年提高至 30GW 以上；三菱重工计划 FY2030 在 FY2024 基础上翻倍。分布式燃机厂商亦加快布局，如卡特彼勒计划至 2030 年新增约 65GW 燃机及内燃机产能。虽然主要主机厂正在扩产，但新增产能释放明显落后于订单锁定进度，我们预计至少到 2028 年前，燃机可用交付槽位仍将较为稀缺，供给端的紧张状态在中短期内难以缓解。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：主流燃气轮机主机厂扩产较积极

厂商	主要扩产计划
GE Vernova	燃气轮机年化产能正按计划推进，预计于 2026 年 Q3 达到 20 GW，并计划**到 2028 年增至 24GW，2030 年达到 30GW**
西门子能源 Siemens Energy	燃机年产能由 **FY2024 约 110 台/17GW，提升至 FY2025—2027 年均约 22GW，FY2028—2030 年均达到 210—230 台/超过 30GW**
三菱重工 Mitsubishi Power	2026 年 6 月规划 **FY2030 较 FY2024 产能翻倍**
卡特彼勒	卡特彼勒在 26Q1 业绩会提出，到 2030 年实现“燃机+内燃机”**合计产能 65GW**
Baker Hughes	在意大利扩大生产，提高 NovaLT 燃机产能
Boom Supersonic	建设 42MW Superpower 燃机产能，目标 2030 年达到**年产超过 4GW**；2026 年开始核心机测试

资料来源：GE Vernova 官网，中国经济网，firstbank 官网，卡特彼勒 26Q1 业绩交流会，Baker Hughes 官网，Boom Supersonic 官网，证券日报，德邦研究所

3.3. 公司：燃机业务迎来放量期，向 AIDC 一体化进发

3.3.1. 深耕移动燃机多年，油气田应用经验带来 AIDC 市场切入能力

杰瑞股份燃气轮机业务起步于油气田移动供电场景，沿移动式燃气发电机组—数据中心主力电源—AIDC 能源一体化解决方案的路径延伸。公司将油气装备领域积累的高端制造、系统集成、模块化设计、海外交付及工程服务能力复用于数据中心能源基础设施，有望打开电力业务成长空间。

表 7：公司油服领域燃气轮机发电机组业务发展历程

年份	事件/项目	内容
2018 年底	启动燃气轮机发电机组调研设计，签署战略合作协议	与西门子能源签署小型燃气轮机成套商战略合作协议，负责 SGT-A05 航改型燃气轮机相关配套设计、采购、生产、市场及工程服务的本地化工作
2020 年	国内首套 5MW 级车载燃气轮机发电机组投入应用	自主研发制造，在客户现场完成首次应用
2021 年	推出 35MW 移动式燃气轮机发电机组“Power2Go”	面向北美客户发布该产品
2022 年 3 月	“Power2Go”在北美完成首个压裂项目供电	在美国得克萨斯州西部页岩油气井场投运，截至 2022 年 9 月累计稳定运行超过 2500 小时
2023 年	再次取得北美 35MW 移动式燃气轮机发电机组订单	持续获得北美市场订单

资料来源：公司官网，证券时报，德邦研究所

从产业链分工看，公司主要定位为燃气轮机发电机组成套商及电力系统集成商。公司向上游厂商采购燃气轮机机头，并完成发电机、进排气、燃料供应、辅机、控制系统以及模块化平台的设计集成，最终向客户交付具备快速部署能力的完整发电机组。公司的核心价值在于向上整合稀缺机头资源，向下将不同厂商的动力设备转化为适配具体场景的供电方案。随着 AIDC 项目规模扩大，公司有望进一步由单机成套向多机并联、供配电及能控系统集成拓展。

3.3.2. 多元机头锁定稀缺供给，保障订单承接能力

燃气轮机产业的供给约束集中于机头环节。全球燃机市场行业集中度较高，AIDC、电力及工业领域需求同步增长，全球头部主机厂在手订单快速积累，部分主流燃机交付排期已延伸至 2029—2030 年。在此背景下，机头获取能力直接影响成套商的订单承接规模和履约节奏。杰瑞自 2018 年以来持续加强与全球主流燃机企业合作，目前已形成覆盖西门子能源、贝克休斯、川崎重工及 FTAI 等厂商的多元机头供应体系。在全球燃机机头供给持续偏紧的背景下，公司持续获取主流主机厂机头资源，源自公司具备的成套转化、本地交付与订单消化的综合能力。

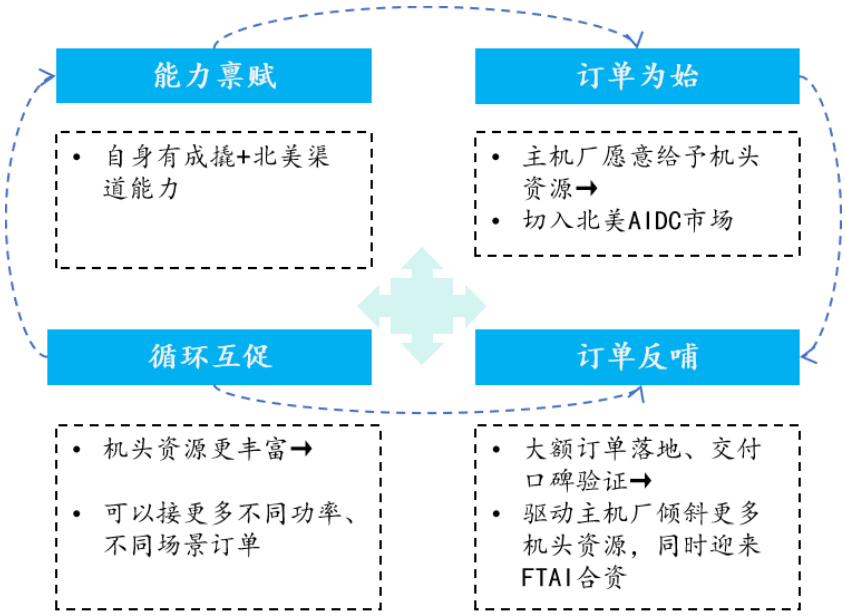
下载日志已记录，仅供内部参考

表 8：杰瑞与上游多个机头企业达成战略合作

时间	合作对象	合作内容
2026 年 5 月 14 日	西门子	杰瑞敏电与西门子能源举行 SGT 燃气轮机战略合作签约仪式。双方在燃气发电领域的合作进一步深化将共同为 AI 数据中心、工业制造及油气能源等领域提供更为高效、绿色、智能的电力解决方案。
2025 年 12 月 25 日	川崎	杰瑞敏电与川崎重工举行燃气轮机战略合作签约仪式。双方在燃气发电领域的伙伴关系迈入新阶段，将共同为全球 AI 数据中心、工业制造及油气能源等领域提供高效、低碳、智能的电力解决方案。
2025 年 11 月 11 日	贝克休斯	签署 NovaLT™ 燃气轮机全球战略合作和规模订单协议，杰瑞将自主研发、制造并销售搭载 NovaLT™ 燃气轮机的成套发电装备，双方共同为全球 AI 数据中心、工业制造及油气能源等领域提供高效、低碳、智能的电力解决方案。
2024 年 3 月 13 日	西门子	杰瑞是西门子能源航改型燃气轮机中国首家授权成套商，双方将携手加大燃气轮机发电开发与应用，着力构建低碳高效的天然气发电解决方案。

资料来源：公司官网，德邦研究所

图 45：杰瑞形成了机头驱动订单，订单反哺机头的正向循环



资料来源：杰瑞股份公司公告，杰瑞股份官网，FTAI 公告，FTAI 官网，德邦研究所绘制

我们认为，多元机头资源对公司业务拓展具有三方面支撑作用：

①提升供给弹性：主机厂交付周期普遍延长，公司布局多个供应商及产品平台，可结合不同机型的产能和排期配置项目资源，降低单一厂商供应紧张对项目进度的影响。

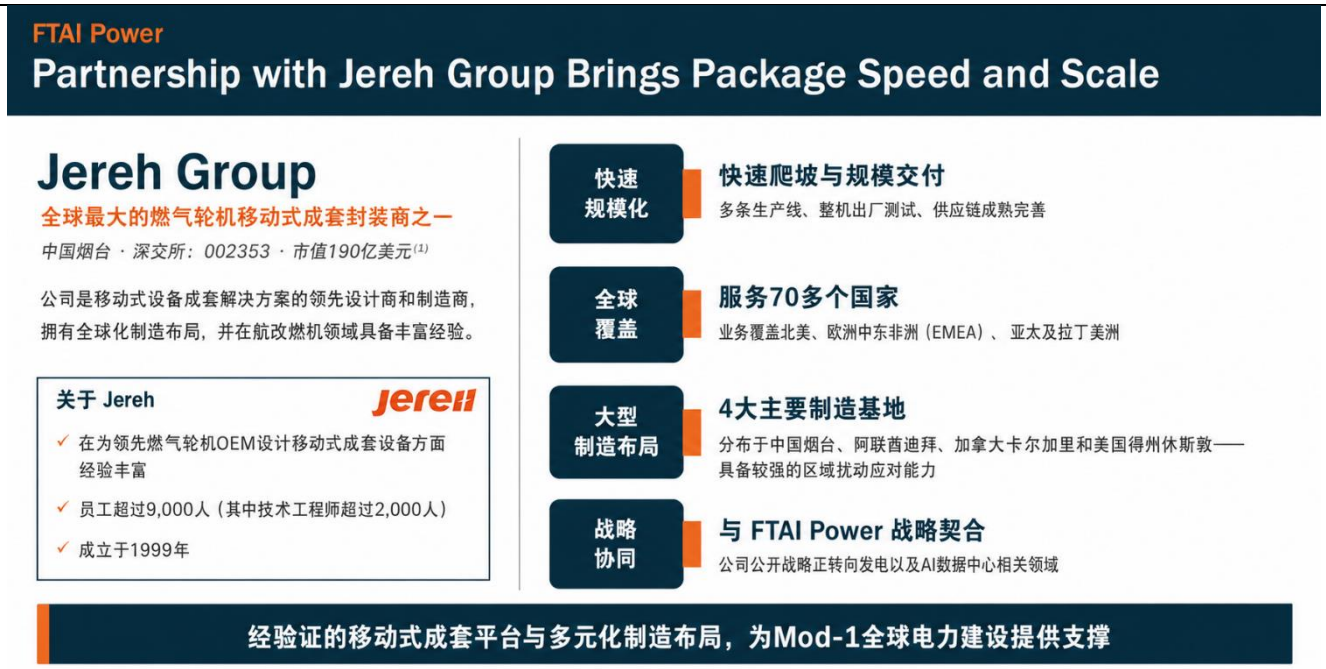
②拓宽方案边界：西门子、FTAI 航改燃等燃机在功率等级、部署方式、燃料适应性等方面各具特点。公司可根据项目容量、场地约束及建设周期匹配机型，覆盖由分布式电源到大型 AIDC 园区的差异化需求。

③支撑大型项目履约：GW 级 AIDC 项目通常需要数十台燃机分期投运，多元机头资源叠加公司跨平台成套、多机并联和工程交付能力，有助于分散供应压力，提升大型项目的投标和履约能力。

以 FTAI 的合作为例：2026 年 4 月 29 日，FTAI 与杰瑞宣布成立合资公司，公司负责 Mod-1 CFM56 航改燃机组的成撬与组装工作。FTAI 预计 2027 年实现 100 台 25MW 机组的产量目标（合计约 2.5GW）。对 FTAI 而言，与公司的合作既保障了产能扩张的落地能力，又借助公司的全球化布局加速市场渗透；对公司而言，显著增厚了机头资源储备，同时 FTAI 以长期服务协议（LTSA）为核心的商业模式，也有望推动公司从设备成撬向前市场延伸至后市场运维服务，进一步拓展全生命周期的价值空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 46：FTAI&杰瑞深化航改燃机成撬合作



资料来源：FTAI 官网，德邦研究所

3.3.3. 北美订单持续放量，燃机逐步进入规模化交付阶段

自 2025 年 11 月首单落地，公司燃机订单放量、客户版图扩张与价格上调齐头并进。2025 年 11 月，公司燃机产品首次切入北美数据中心供电市场，此后订单密集落地，客户群体从全球 AI 巨头延伸至北美电力服务商及国际知名云服务商，单笔订单金额由初期 1 亿美元量级跃升至近 15 亿美元，截至 2026 年 8 月累计签约规模已超过 31 亿美元。订单规模扩张的同时，今年以来燃机发电机组销售价格亦多次上调，量价齐升趋势明确。公司预计 2027 年燃机业务进入规模化交付阶段，公司逐步构建起以订单驱动供给、客户牵引资源构建生态闭环，凭借日益扩大的客户基础与订单体量，有望进一步巩固其在北美发电供应链中的地位。

表 9：公司数据中心燃气轮机发电机组主要订单梳理（2025.11-2026.07）

披露时间	实施主体	客户情况	订单金额（亿美元）	交付期限	意义
2025 年 11 月 27 日	杰瑞敏电	全球 AI 行业巨头	>1	未披露	实现了在北美数据中心领域的关键业务突破
2025 年 12 月 2 日	杰瑞敏电	北美客户	>1	未披露	机组采用标准化、模块化设计，涵盖发电单元、辅机系统与控制接口的一体化集成，巩固了杰瑞在工业及数据中心供电领域的竞争优势
2026 年 1 月 14 日	GenSystems Power	美国客户（复购）	1.06	合同生效后 13 个月内（约 2027 年 2 月）	同一客户第二次采购，累计合同金额达 2.12 亿美元
2026 年 2 月 2 日	GenSystems Power	美国某客户	1.815	30 个月（约 2028 年 8 月前）	公司在北美市场的客户基础进一步扩大，单笔金额再创新高
2026 年 3 月 31 日	GenSystems Power	美国某客户	3.408	2027 年年末之前	签单金额进一步创新高
2026 年 4 月 2 日	GenSystems Power	美国某客户	3.014	2027 年年末之前	进一步开拓燃气轮机发电机组设备的客户群体
2026 年 7 月 23 日	J&F	国际知名云服务提供商（复购）	14.65	2027 年 11 月之前分批次交付	与国际顶级云服务商达成大规模合作，近十二月累计对同一客户签约达 17.2 亿美元

资料来源：公司微信公众号，公司公告，公司投资者交流纪要，德邦研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3.4. 从燃机设备向 AIDC 一体化延伸，打开单项目价值量空间

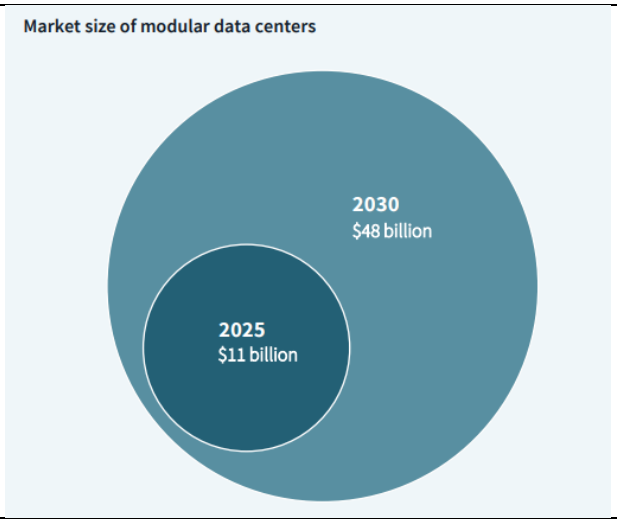
AIDC 建设由现场定制走向规模化装配，模块化成为重要交付方向。随着单体项目规模持续扩大，建设周期和快速扩容能力的重要性进一步提升，模块化方案的优势逐步凸显。据 DCPulse，传统数据中心建设周期长达约 12-24 个月；采用预制模块化方案后，可将部署周期压缩至约 2－6 个月，工期缩短比例超过 50%。JLL 预计，到 2030 年，模块化系统及微型数据中心年销售额有望达到 480 亿美元，2025 至 2030 年的 CAGR 为 34%。模块化方案通过将供电、制冷及 IT 基础设施进行预制、集成和工厂测试，减少现场安装、协调和调试工作，并可通过标准化模块实现容量的分阶段扩展，有助于缩短项目交付周期、提升建设可复制性。

图 47：传统 vs 模块化时间轴对比



资料来源：DCPulse，德邦研究所

图 48：预计模块化系统及微型数据中心 2030 年规模 480 亿美元



资料来源：JLL《2026 Global Data Center Outlook》，德邦研究所

杰瑞依托燃机供电打开 AIDC 客户入口，模块化制造与系统集成推动公司向 AIDC 基础设施一体化解决方案商升级。杰瑞以燃气轮机供电为业务切入口，依托自身在上游能源开发、燃机供电、SMR、基础设施预制模块化及全球工程交付等领域的核心优势，通过系统化技术整合，构建覆盖发电、配电及能控管理的一体化解决方案，推动业务由核心设备供应向 AIDC 基础设施整体解决方案升级。

表 10：公司数据中心一体化业务布局

业务环节	主要产品及方案	特点
发电、储能及配电系统	燃气轮机、混合储能、SST、800V 直流微电网、EMS	储能响应约 5 毫秒；供电效率提升 3%—5%；节省占地约 30%；已取得设计及采购订单
液冷温控	一体化冷源方舱、冷却分配方舱、机柜式及集中式 CDU	CDU 制冷量覆盖 1,250kW 及 2.2MW；2.2MW 产品采用 11℃大温差及 2N 冗余架构
算力基础设施	预制式 IT 算力舱	单舱功率约 1—2MW，出厂集成度超过 90%，占地可节省 50%以上
智能管控	DCIM、CMS、EPMS	构建设备—边缘—云端三级架构，统一管理动力、制冷与 IT 负载
工程及运营	模块化 AIDC 整体方案	建设周期减少约 40%，现场施工量减少约 50%

资料来源：公司微信公众号，公司官网，北京储能展，德邦研究所

供电侧率先实现一体化订单突破。公司自主研发的 AIDC 微电网方案已完成

下载日志已记录，仅供内部参考

全工况可靠性验证，并取得“燃气发电+混合储能+固态变压器（SST）”设计及采购订单，实现由核心电力设备供应商向算力园区 E+P 服务商延伸。方案采用 800V 高压直流架构，通过飞轮、超级电容等混合储能实现 5 毫秒级响应，平抑 AI 负载波动；SST 将中压电直接转换为 800V 直流电，按公司披露口径可提升供电效率 3%—5%、节省占地约 30%，再由 EMS 统一调度发电、储能和负载，实现算电协同，保障供电稳定。

模块化制造是公司由电力设备进一步延伸至 AIDC 基础设施的重要抓手。公司已形成预制式 IT 算力舱、高可靠供配电系统、全链路液冷温控系统，以及 DCIM、CMS 和 EPMS 智能控制平台。各功能单元在工厂完成集成、联调和测试，现场以标准接口快速拼装，减少传统建设模式下设备、设计和施工相互割裂的问题。按公司官网口径，整体预制方案可减少约 40%的建设周期和 50%的现场施工量，下单至方舱出厂约需 6 个月，标准化复制扩容约需 3 个月，较好匹配 AIDC 分期建设、快速上线和滚动扩容的需求。

图 49：公司 800V 高压直流微电网一体化方案架构



资料来源：公司微信公众号，德邦研究所

图 50：杰瑞预制化冷却方舱集成示意



资料来源：公司微信公众号，德邦研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测分析

我们认为，2026 年公司业绩主要由传统油气装备和海外工程项目支撑，AIDC 发电业务尚处于产能建设与首批订单交付阶段；2027 年起，伴随北美数据中心燃气轮机订单集中确认，公司收入结构和盈利能力有望出现明显跃升。

1）高端装备制造：

AIDC 发电业务：公司已连续获取北美数据中心燃气轮机及配套设备订单，主要交付集中在 2027 年。根据已披露订单及交付安排，2025 年底签署的约 2 亿美元设备有望于 2026 年交付，按 1:7 汇率折合收入约 14 亿元。2027 年为集中交付期，预计交付约 22.13 亿美元，对应收入约 155 亿元。展望 2028 年，全球 AIDC 建设仍处高景气，数据中心电力缺口、燃气轮机供给紧张及客户复购需求有望支撑订单持续落地，预计收入增速约 35%，对应收入约 209 亿元，业务规模维持高位。

油服设备业务：2026 年以来国际油价中枢有所抬升，全球油气资本开支边际向好，且公司在压裂设备、天然气处理设备及高端油服装备领域具备较强竞争优势，预计 2026—2028 年相关业务收入增速保持约 15%的稳健增长。

整体：预计高端装备制造业务 2026—2028 年收入增速分别为 29%/122%/26%。随着高附加值电力装备占比提升以及规模效应释放，预计该业务毛利率 2026-2028 年分别为 40%/43%/43%。

2）油气工程及技术服务：公司近年来多次获得大型 EPC 项目订单，已陆续进入执行兑现期，为板块收入增长提供较明确支撑，预计 2026—2028 年收入增速保持 20%，毛利率预计稳定在 23%。

3）新能源及再生循环：随着负极材料产能逐步爬坡以及再生循环业务规模扩大，预计 2026—2028 年该板块收入增速分别为 20%/15%/15%。伴随产能利用率提高、产品结构优化及费用摊薄，预计毛利率分别恢复至 4%/7%/10%。

4）油气田开发：该业务保持平稳发展，假设 2026-2028 年收入增速稳定在 10%；毛利率稳定在 33%。

5）其他业务：体量较小，假设 2026-2028 年收入增速稳定在 20%；毛利率稳定在 50%。

综上，我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 203 亿元、375 亿元和 466 亿元，对应同比增幅分别为 25%、85%和 24%；毛利率分别为 33%、38%、39%。

表 11：杰瑞股份盈利预测（百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**13,355**	**16,223**	**20,328**	**37,529**	**46,583**
yoy	-4%	21%	25%	85%	24%
营业成本	8,855	11,082	13,648	23,148	28,629
毛利率	34%	32%	33%	38%	39%

下载日志已记录，仅供内部参考

高端装备制造					
收入	9,180	10,016	12,919	28,739	36,148
yoy	13%	9%	29%	122%	26%
其中：发电设备收入			1,400	15,492	20,915
其中：油气设备收入			11,519	13,247	15,234
毛利率	39%	38%	40%	43%	43%
油气工程及技术服务					
收入	3,293	4,718	5,662	6,794	8,153
yoy	-33%	43%	20%	20%	20%
毛利率	24%	23%	23%	23%	23%
新能源、再生循环					
收入	463	956	1,147	1,320	1,518
yoy	8%	106%	20%	15%	15%
毛利率	-14%	4%	4%	7%	10%
油气田开发					
收入	349	393	432	475	523
yoy	-7%	13%	10%	10%	10%
毛利率	40%	33%	33%	33%	33%
其他业务					
收入	70	140	168	201	241
yoy	77%	99%	20%	20%	20%
毛利率	28%	60%	50%	50%	50%

资料来源：公司年报，iFind，德邦研究所

4.2. 投资建议：公司当前市值对应 2027 年 PE 为 14.5 倍，给予“买入”评级

我们选取豪迈科技、纽威股份、应流股份、迪威尔为可比公司，与公司在油气设备或发电装备领域存在业务交集。我们看好公司在 AIDC 燃气轮机发电领域形成的先发优势，多元机头资源、成套集成与模块化交付能力共同构筑竞争壁垒，随着北美大额订单执行，公司有望由燃机成套商进一步向微电网及算力能源一体化解决方案商延伸，持续提升单项目价值量；传统油服业务方面，全球油气投资向中东等低成本资源区集中，叠加中东天然气 EPC 大项目陆续执行，有望推动传统油服业务稳步增长。我们预计 2026-2028 年公司营收分别为 203/375/466 亿元，同比增长 25%/85%/24%；归母净利润分别为 34/83/105 亿元，同比增长 26%/145%/27%。当前市值对应 2027 年 PE 为 14.5 倍，低于可比公司均值（19.4 倍），首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值（截至 2026/9/23)

代码	简称	总市值	归母净利润（亿元）				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002595.SZ	豪迈科技	461.3	23.9	28.0	33.8	40.3	19.3	16.5	13.6	11.4
603699.SH	纽威股份	346.2	16.0	19.1	23.6	28.2	21.6	18.1	14.7	12.3
603308.SH	应流股份	292.5	3.5	5.8	8.8	13.1	83.9	50.1	33.3	22.3
688377.SH	迪威尔	40.3	1.2	1.6	2.5	3.6	33.8	25.3	16.1	11.3
	行业均值						**39.6**	**27.5**	**19.4**	**14.3**
002353.SZ	杰瑞股份	1,196.3	26.8	33.8	82.8	105.3	44.6	35.4	14.5	11.4

注：除杰瑞股份外，均取 iFind 一致预期（收盘价截至 2026/9/23）
资料来源：iFind，德邦研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

1）**国际油价波动与油气资本开支不及预期风险。**公司传统油气装备业务与油价高度绑定，若国际油价持续下行或低位震荡，将直接影响油气公司资本开支意愿，导致压裂、天然气装备等核心产品需求下滑，公司传统主业收入与盈利面临承压。

2）**AIDC 燃气轮机业务拓展与交付不及预期风险。**公司正由油气装备切入北美数据中心供电领域，若云厂商资本开支放缓、北美数据中心建设进度不及预期，或客户订单落地、验收回款延迟，将直接影响燃机业务增长兑现。同时，燃机订单主要集中 2027 年及以后交付，短期业绩贡献有限。

3）**订单交付与供应链风险。**公司近年来签获较多海外 EPC 项目及北美燃机大单，若受地缘冲突导致物流运输受限、项目交付延期，或核心零部件供给紧张、价格上涨，均可能导致项目延期、毛利率承压，利润兑现低于预期。

4）**汇率波动风险。**公司海外业务收入占比持续提升，2026 年上半年已产生汇兑损失约 2.64 亿元，而去年同期为汇兑收益 0.81 亿元。随着海外业务规模扩大，汇率波动可能持续对公司利润造成较大影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表分析和预测

主要财务指标	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)				
每股收益	2.64	3.30	8.08	10.28
每股净资产	22.49	25.25	32.96	42.78
每股经营现金流	5.25	1.88	1.34	6.77
每股股利	0.85	0.15	0.37	0.47
价值评估(倍)				
P/E	26.83	35.38	14.45	11.36
P/B	3.15	4.63	3.54	2.73
P/S	4.47	5.88	3.19	2.57
EV/EBITDA	16.67	22.10	10.08	7.59
股息率%	1.2%	0.1%	0.3%	0.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	31.7%	32.9%	38.3%	38.5%
净利润率	17.0%	17.1%	22.6%	23.2%
净资产收益率	11.6%	13.1%	24.5%	24.0%
资产回报率	7.4%	8.3%	16.0%	15.6%
投资回报率	9.0%	12.0%	21.7%	21.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	21.5%	25.3%	84.6%	24.1%
EBIT 增长率	15.2%	49.2%	129.8%	26.1%
净利润增长率	2.0%	26.2%	144.8%	27.2%
偿债能力指标				
资产负债率	38.9%	39.4%	43.4%	41.2%
流动比率	2.5	2.6	2.4	2.6
速动比率	1.7	1.7	1.6	1.8
现金比率	0.7	0.7	0.5	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	140.0	117.7	100.9	118.2
存货周转天数	187.1	183.9	164.3	186.1
总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.7
固定资产周转率	3.6	5.0	10.2	14.5

现金流量表(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,586	2,212	2,654	3,083
少数股东损益	26	43	48	55
非现金支出	589	242	220	223
非经营收益	83	-11	-13	-16
营运资金变动	-1,476	427	-1,100	-116
经营活动现金流	808	2,913	1,808	3,230
资产	-361	-340	-378	-353
投资	-0	-12	-9	-11
其他	242	11	13	15
投资活动现金流	-119	-340	-374	-350
债权募资	-290	0	0	0
股权募资	27	0	0	0
其他	-398	0	0	0
融资活动现金流	-661	0	0	0
现金净流量	3	2,573	1,434	2,880

利润表(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	16,223	20,328	37,529	46,583
营业成本	11,082	13,648	23,148	28,629
毛利率%	31.7%	32.9%	38.3%	38.5%
营业税金及附加	87	109	201	250
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	672	833	1,501	1,863
营业费用率%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
管理费用	587	732	1,351	1,630
管理费用率%	3.6%	3.6%	3.6%	3.5%
研发费用	551	711	1,314	1,584
研发费用率%	3.4%	3.5%	3.5%	3.4%
EBIT	3,136	4,680	10,754	13,560
财务费用	-24	442	382	365
财务费用率%	-0.1%	2.2%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-30	-5	-5	-5
投资收益	252	316	583	723
营业利润	3,435	4,282	10,430	13,255
营业外收支	-76	-44	-58	-60
利润总额	3,359	4,237	10,372	13,195
EBITDA	4,105	5,194	11,274	14,085
所得税	607	766	1,875	2,385
有效所得税率%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%
少数股东损益	71	90	220	280
归属母公司所有者净利润	2,680	3,382	8,277	10,530

资产负债表(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	8,725	9,941	11,606	18,685
应收账款及应收票据	7,453	9,628	17,719	21,819
存货	6,168	7,773	13,352	16,250
其它流动资产	7,167	7,863	10,717	12,493
流动资产合计	29,512	35,205	53,393	69,246
长期股权投资	233	233	233	233
固定资产	4,312	3,881	3,445	3,002
在建工程	845	821	799	778
无形资产	649	615	581	547
非流动资产合计	9,619	9,080	8,408	7,733
资产总计	39,130	44,285	61,801	76,979
短期借款	954	580	380	180
应付票据及应付账款	6,116	7,537	13,254	16,001
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,627	5,417	8,532	10,341
流动负债合计	11,697	13,535	22,166	26,522
长期借款	2,556	3,224	3,955	4,403
其它长期负债	961	697	727	767
非流动负债合计	3,516	3,921	4,682	5,170
负债总计	15,213	17,455	26,848	31,693
实收资本	1,024	1,024	1,024	1,024
普通股股东权益	23,026	25,849	33,751	43,805
少数股东权益	892	982	1,202	1,481
负债和所有者权益合计	39,130	44,285	61,801	76,979

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 23 日
资料来源：公司年报（2024-2025），德邦研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

分析师与研究助理简介

丁健，德邦证券高端制造研究中心负责人、首席，曾在民生证券、国金证券、中金公司担任机械行业资深分析师，10 年卖方行研工作经验，对高端制造行业建立了自上而下完整的深度研究框架，经历过多轮产业和金融周期，具备全产业链和全球视角。曾在新财富团队担任核心成员，获 2019-2020 年水晶球机械行业第三名，所在团队获 ASIA MONEY 工业组（2020-2025）大中华区第一名。

周天昊，德邦证券高端装备研究中心高级分析师，6 年行业研究经验，曾在富荣基金、中海基金担任机械分析师。

杨安东，德邦证券研究所高端装备制造高级分析师，3 年卖方经验，曾任职于国金证券、东方财富证券，深耕具身智能与新能源高端装备产业，擅长产业策略及个股深度挖掘。

吴冰予，中央财经大学金融学学士，香港中文大学经济学硕士，2026 年加入德邦证券。

姜政宏，德邦证券高端装备研究中心研究助理，3 年行业研究经验，曾任职于德勤咨询、上海投资咨询。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类 别	评 级	说 明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**股票投资评级**	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。