

油服行业：景气持续，迈向全球

行业评级：看好

2024年9月25日

分析师	邱世梁	分析师	王华君	研究助理	孙旭鹏
邮箱	qiushiliang@stocke.com.cn	邮箱	wanghuajun@stocke.com.cn	邮箱	sunxupeng01@stocke.com.cn
电话	18516256639	电话	18610723118	电话	15029064467
证书编号	S1230520050001	证书编号	S1230520080005	证书编号	S1230524080002

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

油服行业：行业需求持续，迈向全球市场

1、油服行业：行业需求持续，油价+能源安全双重驱动

- 全球及我国油服行业自2020年开启新一轮上升周期，2020-2023年市场规模CAGR约为17%和10%。受益于国际油价重回高位，下游油气企业资本开支不断增长，全球及我国油服行业自2020年开启新一轮上升周期，2023年全球市场规模达3063亿美元，2020-2023年CAGR约为17%，预计2024年全球规模可达3280亿美元，同比增长7%，2023年我国市场规模达1885亿元，同比增长4%，预计2030年市场规模可达2494亿元，2023-2030年CAGR为2%。
- 全球及我国油气行业资本开支不断提升，油服企业有望持续受益。受益于国际油价重回高位和我国的增产上储政策，全球及我国油气行业资本开支不断提升，且一般滞后于油价半年，预计2024-2026的全球油气行业资本开支分别603、663、683亿美元，同比增长4.5%、10%、3.2%，油服企业有望持续受益。
- 陆地非常规油气成为全新增量，海油储量丰富，开采成本快速下降。从陆地看，当前传统油气产量已经见顶，非传统油气如页岩油成为全新增量，预计到2035年，我国非常规石油产量将超过5000万吨，约占全国石油总产量的25%。从海洋看，随着海油开采成本不断降低，中海油开采成本已从2013年45美元/桶下降到2023年的29美元/桶，预计海油资本开支将保持高速增长。

2、竞争格局：全球及我国格局均为寡头垄断，海外集中度有所下降，我国竞争格局保持稳定

- 油服产业链：钻完井服务价值量最高，测录井服务盈利能力最强。油服产业链根据工艺流程可分为物探服务、钻完井服务、测录井服务、油气开采服务、油田工程建设，2022年价值量占比分别为6%、53%、5%、13%、23%，其中物探服务价值量占比为6%，代表企业为东方物探、中海油服等；钻完井服务价值量占比为53%，代表企业为中海油服、杰瑞股份等；测录井服务价值量占比5%，代表企业为中海油服、石化油服等；油气开采服务价值量占比13%，代表企业为海油工程、博迈科等；油田工程建设价值量占比为23%，代表企业为中油工程、海油发展等。
- 全球格局：全球三巨头垄断市场，中东、拉丁美洲等地机遇丰富。全球前五大厂商占有大约28%的市场份额，代表企业为三巨头斯伦贝谢、贝克休斯和哈里伯顿，其中北美、欧洲等集中度较高，但中东、拉丁美洲、非洲等地对外部的石油技术服务和设备有较高的依赖性，市场包容性较强，进入门槛相对较低。
- 中国格局：“三桶油”旗下国企垄断市场，民营企业提供补充。2022年油服行业中的国有企业占比85%，主要为“三桶油”旗下以油服板块为主的综合性国有油服公司；民营企业占比10%，可进一步分为提供综合一体化钻井技术服务的民营油服公司，如中曼石油、杰瑞股份、贝肯能源等，以及在油服各细分领域提供专业化配套服务的中小油服公司，如通源石油、潜能恒信、惠博普等，相对分散，多数积极聚焦海外市场。外资油服占比5%，市场份额持续萎缩。

3、推荐标的：中海油资本开支预计高速增长，看好其下属油服企业；民营企业依靠高技术壁垒驱动国内+海外细分赛道需求，看好杰瑞股份

- 中海油服：中海油旗下国内海洋油服龙头，国内外资本开支双驱动。
- 杰瑞股份：国内民营油服企业龙头，海外市场快速拓展。
- 海油工程：中海油旗下国内EPCI龙头，受益于中海油资本开支高速增长。

风险提示：原油价格不及预期、能源安全

目录

CONTENTS

01

油服行业：油气产业链上游，对
油价敏感性较高

02

行业驱动：油价底层驱动，能源
安全宏观调控

03

竞争格局：全球集中度有所下滑，
中国格局保持稳定

04

关注标的：国企主导行业，民营
企业各有千秋

05

风险提示

01

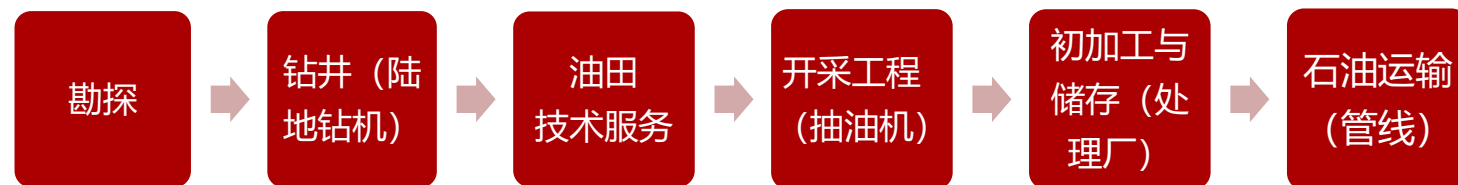
油服行业：油气产业链上游，对油价敏感性较高

01 油服产业链：陆油+海油并行，钻完井服务价值量最高

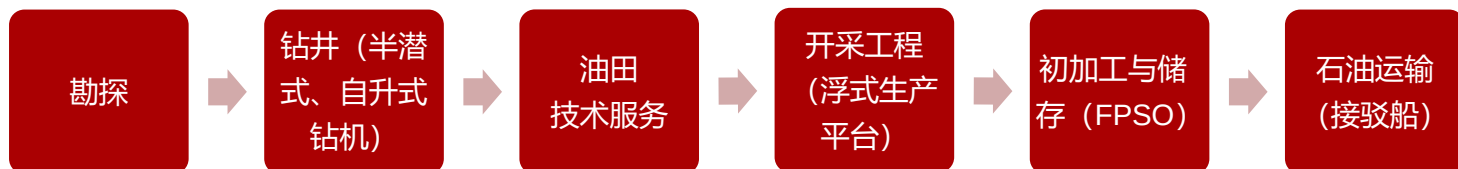
油服行业涉及领域众多，为油气开采提供全周期服务。油服行业（油田服务行业）是伴随着油气资源开采过程而产生的，主要为石油、天然气勘探与生产提供工程技术支持和解决方案的生产性服务行业，包括物探、钻井、测井、录井、固井、完井、井下作业、工程和环保服务、开采油气、修井和油田增产等一系列技术服务以及相关的装备、器材制造等业务。

中国油服行业五大板块市场规模中，钻完井服务和测录井服务分别为占比最高和最低的环节。中国油服行业五大板块分别为物探服务、钻完井服务、测录井服务、油气开采服务、油田工程建设。2022年，钻完井服务在中国油服行业占比超过一半，达53%，而测录井服务市场规模仅占5%，为市场规模占比最低的环节。

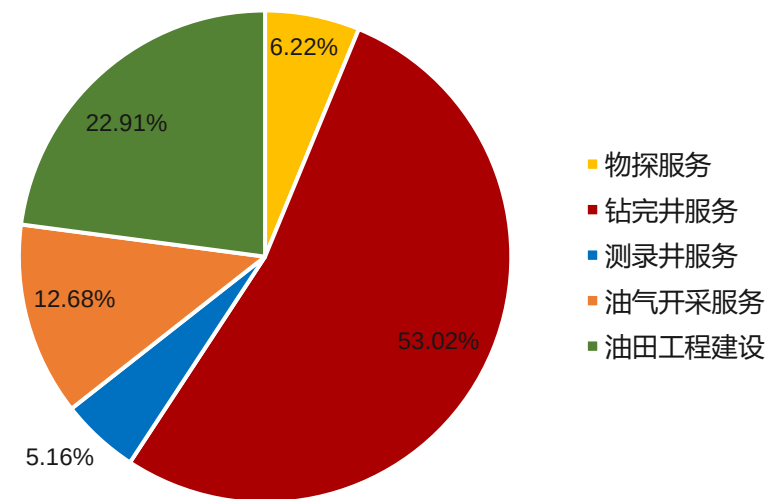
图：陆油油服产业链多以陆地平台和管道为载体



图：海油油服产业链多以船只为载体



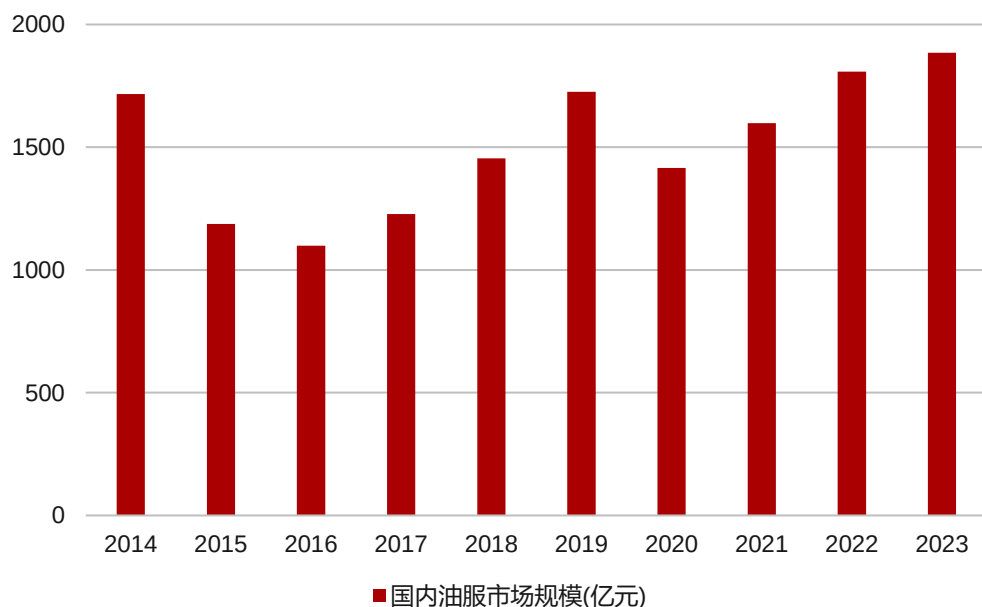
图：2022年中国油服行业钻完井服务价值量占比最高



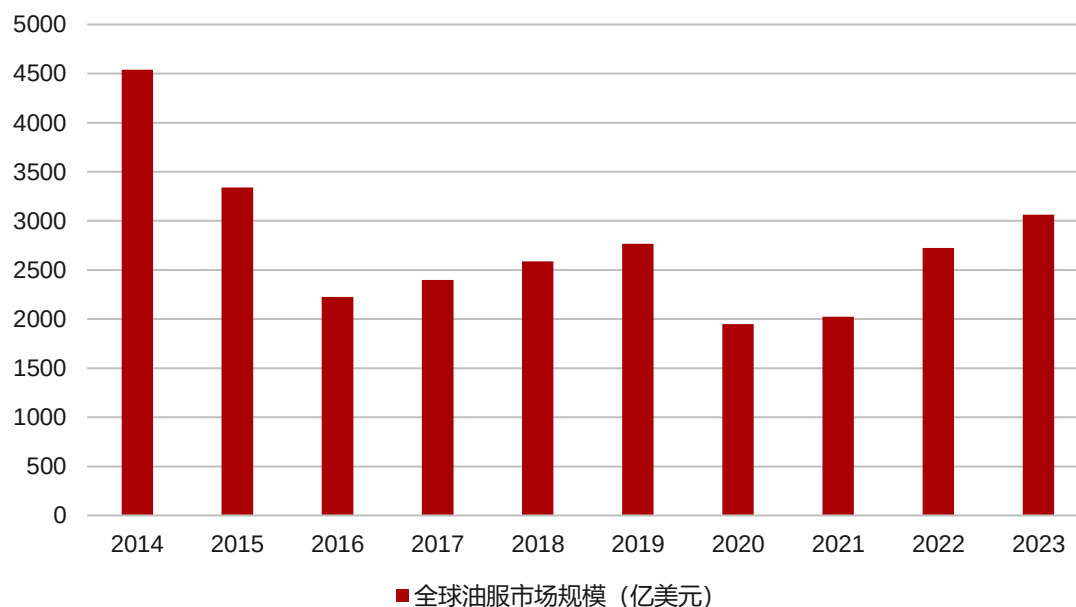
我国油服市场自2020年开启新一轮上升周期，2020-2023年市场规模CAGR可达10%。近年来，我国的油服行业经过长期的发展已趋于成熟，建立起了一套以三桶油市场准入证为代表的较为完备的市场准入机制，整体发展较为平稳，2020年行业需求跟随油价开启新一轮上升周期，2023年，中国油田服务市场规模为1885亿元，同比增长4%，2020-2023年的CAGR达10%

全球油服市场自2020年开启新一轮上升周期，2020-2023年市场规模CAGR可达17%。全球油服市场需求受油价影响自2020年油价触底回升后，2021年全球油服行业也开启了新一轮上升周期，2023年全球油服市场规模达3063亿美元，同比增长12%，2020-2023年CAGR达17%。

图：国内油服市场规模2020-2023年CAGR为10%



图：全球油服市场规模2020-2023年CAGR为17%



01 勘探与钻井：油服行业最前端，重资产属性凸显

勘探与钻井环节为油服产业链上游，对油价等需求因素变化最为敏感。勘探环节通过地震调查等技术来探测地下储层以寻找新的油气资源，同时确定潜在的油气藏的位置和储量。获得有关地下地质情况的数据，对油气藏进一步作出开发评估。钻井环节即在已知的油气藏上方钻探井眼，形成一条通往地下储层的通道，允许油气流入井筒内，因此钻井环节具有专业性强、安全性要求高、设备要求高、服务周期长的特点。

钻井服务需求预计保持稳健增长，北美地区市场占比最高。据GIR调研，按收入计，2022年全球钻井工程及技术服务收入大约91亿美元，预计2029年达到125亿美元，期间CAGR可达4.6%。在地区分布上，北美地区是全球石油钻井工程技术服务市场最大的地区，占比。亚洲地区的市场规模也在快速增长，特别是中国和印度市场的发展潜力巨大。

图：陆油勘探、钻井环节代表企业如石化油服、石化机械等

公司	环节	勘探	钻井	
			运营	设备
大庆钻探		√		√
川庆钻探		√	√	
长城钻探		√		
渤海钻探		√	√	
东方物探		√		
西部钻探		√	√	
石化油服		√	√	
杰瑞股份				√
石化机械				√
兰州机械				√
宝石机械				√
NOV				√
Stewart & Stevenson				√

图：海油勘探、钻井环节代表企业如中海油服、中集来福士等

公司	环节	勘探	钻井	
			运营	设备
中海油服		√	√	
大连船厂				√
招商船厂				√
中集来福士				√
斯伦贝谢		√	√	√
哈里伯顿		√	√	√
贝克休斯		√	√	√
TechnipFMC		√		
Transocean			√	
NOV			√	
Seadrill			√	
Saipem			√	
Valaris plc			√	

中国油服公司

国际油服公司

油田技术服务主要包括测井、定向井、固井、完井、修井及油田增产。测井用于识别油藏特征，通过生产测井与井筒干预获取地层信息；定向井则通过特定轨迹钻探提高资源可采性；固井技术则确保环空水泥密封，维持油气井的安全运行；完井则是连接井底与油层的关键步骤，需依据具体地质条件选择合适的工艺；修井针对井下故障或产量降低进行修复工作，以恢复油气井的生产能力；油田增产则致力于解决因地质条件或井筒状况引发的产量不足问题，采用如压裂、酸化等措施提高产出效率。这一系列的技术服务相互配合，贯穿于油气田的勘探到生产阶段，保证了油气资源的有效开发与利用。

中国油田技术服务市场呈现出国企、央企与民营企业共存的竞争格局。随着中国石油产业的战略调整，许多油田技术服务在各大石油巨头的战略调整过程中逐渐被剥离，并由民营企业接手。这促进了石油装备制造、工程技术和服务科研等领域的多元化发展，民营企业在这些领域中展现出强劲的发展势头。

表：油田技术服务包含测井、定向井、固井、完井等

服务范围	服务内容
测井	包括识别油藏特征、生产测井、井筒干预。
定向井	定向井是指按照事先设计的具有 和方位变化的轨道钻进的井，定向井技术是当今世界石油勘探开发领域最先进的钻井技术之一。
固井	固井的本质是封层，即通过技术手段，使得环空水泥环在油气井全生命周期内保持密封完整性。即使在封隔器失效、热腐蚀、酸腐蚀、温压变化后仍能有效密封。
完井	完井是指裸眼井钻达设计井深后，使井底和油层以一定结构连通起来的工艺。
修井	对出现故障或产量下降的油气井进行修复和维护作业，以恢复其正常生产能力。
油田增产	旨在解决由于地质条件限制、井筒状况恶化或其他影响因素导致的产量下降问题。包括压裂、酸化、堵水、解堵等。

图：陆油、海油油田技术服务代表企业如中海油服、石化油服等

公司	环节	陆油——油田技术服务		海油——油田技术服务	
		运营	设备	运营	设备
中海油服				√	
石化油服		√			
石化机械			√		√
杰瑞股份		√	√		√
宝石机械			√		√
中油技服		√			
海油工程					√
斯伦贝谢		√		√	
哈里伯顿		√		√	
贝克休斯		√		√	
TechnipFMC				√	
Transocean				√	
Saipem				√	
NOV			√		
Stewart & Stevenson			√		

中国油服公司

国际油服公司

01 石油开采：油服产业链中间环节，承上启下至关重要

石油开采是指在有石油储存的地方对石油进行挖掘，提取的行为。海上油气开发与陆地上的没有很大的不同，但在建造采油平台的工程方面耗资巨大。目前海洋石油产量占世界石油产量的30%左右，形成了整套的海上开采和集输的专用设备和技术。

在石油开采环节，抽油机（俗称“磕头机”）和浮式生产平台分别为陆油和海油的代表性生产设备。抽油机的主要功能是通过连杆机构驱动抽油杆上下运动，从而带动深井泵内的活塞工作，使油层中的原油通过抽油杆上升到地面。海油方面，随着海洋石油工业向着深远海进军，能够适应更复杂海域条件的浮式生产平台以其灵活性高、适应性强的特点，成为了深海和超深海油气田开发的主要工具之一。这类平台可以在较深水域中进行钻探、生产、储存以及卸载原油等操作，大大拓展了海洋油气开发的范围。此外，浮式平台还能够快速移动到新的开发区域，提高了设备的利用率。

图：陆油开采全流程工艺



驱油

- 由于原油汇集于地下含油岩层的孔隙中，而含油岩层作为一种特殊岩石，其构造比较致密，如要将其中的原油驱赶到井底位置，则需要采取一定的措施。



采油

- 原油混合液汇集到油井底部以后，还要将它们提升到地面上来，这个过程叫做采油。油田的生产井按照生产方式的不同可以分为自喷采油和机械采油两大类型。



集输

- 采油过程中，油井的采出物难以直接加工利用，因此需要将油井采出物进行集中处理和外输，这一过程称为油气集输。经过处理输的原油，便是采油企业的主要产成品。



井下作业

- 油气开采过程中有时会对油井、水井等实施一些较为复杂的施工。这些施工称为井下作业，也有称修井作业。井下作业贯穿油田开发的全过程，是原油生产的重要手段。

图：陆油、海油开采环节代表企业如海油发展、石化油服等

公司 \ 环节	陆油——石油开采		海油——石油开采	
	运营	设备	运营	设备
中海油服			√	
海油发展			√	
海油工程				√
石化油服	√			
石化机械		√		
SBM				√
MODEC				√

中国油服公司

国际油服公司

石油处理厂和浮式生产储卸装置（FPSO）是石油初加工、储存环节常用的设施。陆油生产中，石油处理厂通过脱盐、脱水、加热蒸馏和初步净化等初加工工艺将原油分离成各种沸点不同的馏分，如汽油、柴油等，并将其储存在设有严格安全措施的储油罐中，确保油品的质量与存储安全。在海油生产中，浮式生产储卸装置（FPSO）能够初步处理原油并且其内部有专门设计的舱室用于储存原油，这些储油舱具有较大的容量，能够在海上长时间储存所采集的原油，是一种用于深海或偏远海域的多功能海上设施。FPSO当储存舱达到一定容量后，FPSO可以通过专用管道将原油输送到穿梭油轮上，或者直接通过管线输送到陆地终端。

石油运输主要包括管道、海上、铁路和公路四种方式。其中管道适用于长距离稳定输送，海上运输主要用于跨国长途运输，铁路和公路则分别适用于内陆地区及短途灵活配送。实际操作中，往往需要结合多种方式形成综合物流解决方案，以确保石油能高效、安全地从产地到达消费市场。

图：陆油、海油初加工、储存环节代表企业如石化油服、中油工程等

公司 \ 环节	陆油——石油初加工与储存		海油——石油初加工与储存	
	运营	设备	运营	设备
石化油服	√			
中油工程	√			
海油工程				√
成都压缩机厂		√		
中石化第三机械厂		√		
博迈科				√
海油发展			√	
MODEC			√	
道达尔			√	
SBM			√	
BP	√		√	

图：陆油、海油石油运输环节代表企业如海油发展、中油工程等

公司 \ 环节	陆油——石油运输	海油——石油运输
石化油服	√	
中油工程	√	
海油发展		√
海外航运集团	√	√
沙特阿拉伯国家航运公司	√	√

中国油服公司

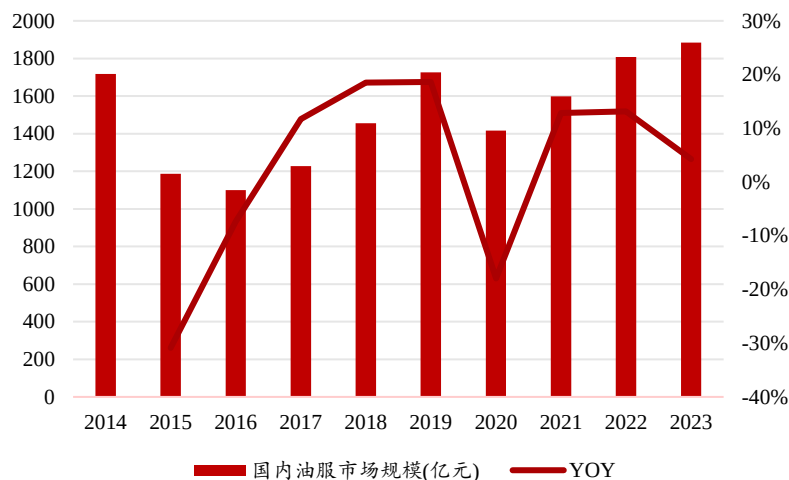
外国油服公司

02 行业驱动：油价底层驱动， 能源安全宏观调控

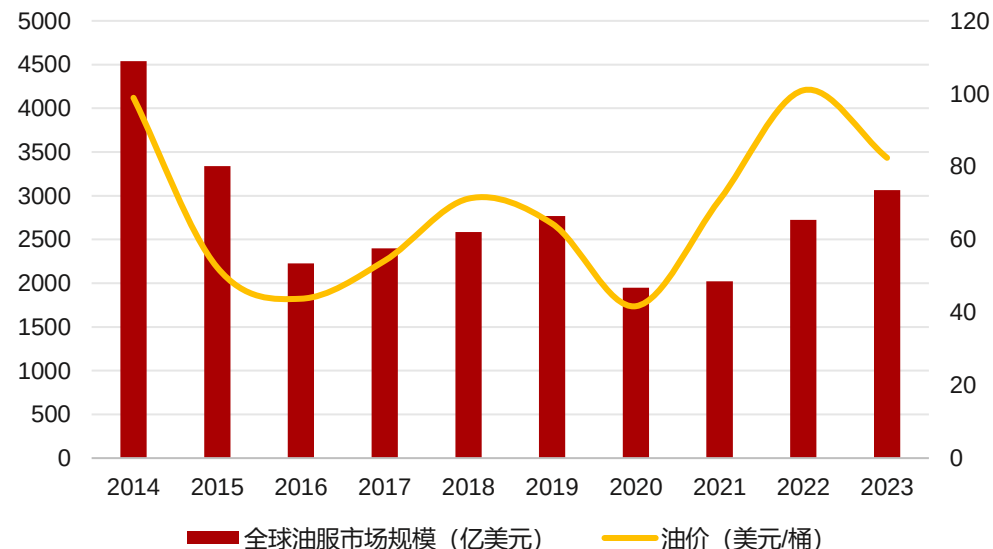
油服行业的需求传导逻辑为油价到石油公司资本开支到油服公司业绩。从底层需求来看，油服行业作为油气企业的上游服务行业，石油公司的勘探开发投资规模是影响油服行业业绩的直接因素，而油价则是影响石油企业扩产或减产的重要因素。油价本身则又受到油气供需、地缘政治、宏观经济、美元汇率、极端天气等多重因素影响，同时国内石油公司除受到油价影响外，还受到基于能源安全的政策性调控。

从历史数据看，全球油服市场规模滞后油价约一年。虽然油服市场规模与油价正相关，但是并非油价越高，市场规模越大，历史反复证明，每一次油价高涨，都会加快替代能源的发展，减少社会经济对石油的过度依赖。并且，低油价有利于中国制造业降低成本、改善利润空间，对出行和消费方面的需求也有一定的正向刺激作用。中石油管理层认为油价在每桶70至90美元，有利其上游部门。

图：国内油服市场规模与油价高度正相关



图：全球油服市场规模与油价高度正相关

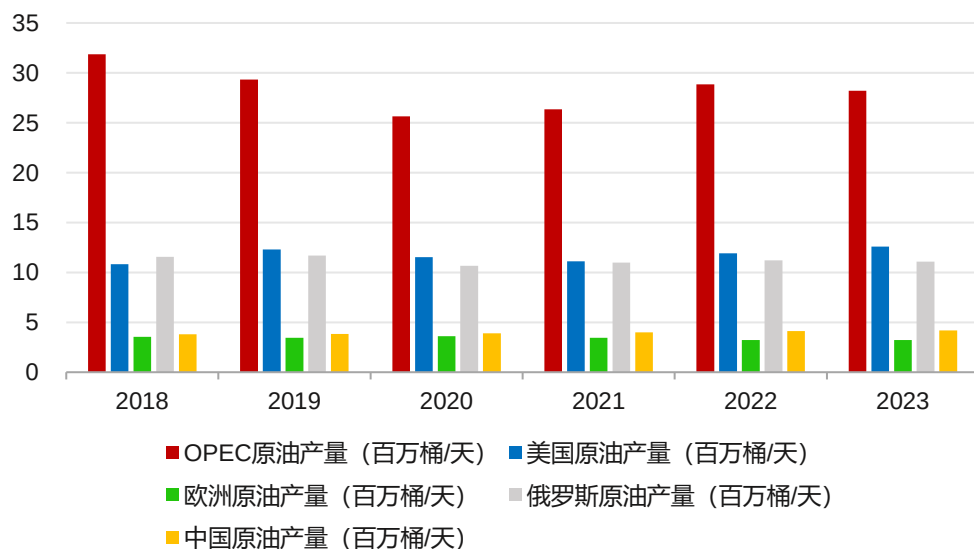


02 供需：主要产油国相继减产，供小于求预计持续

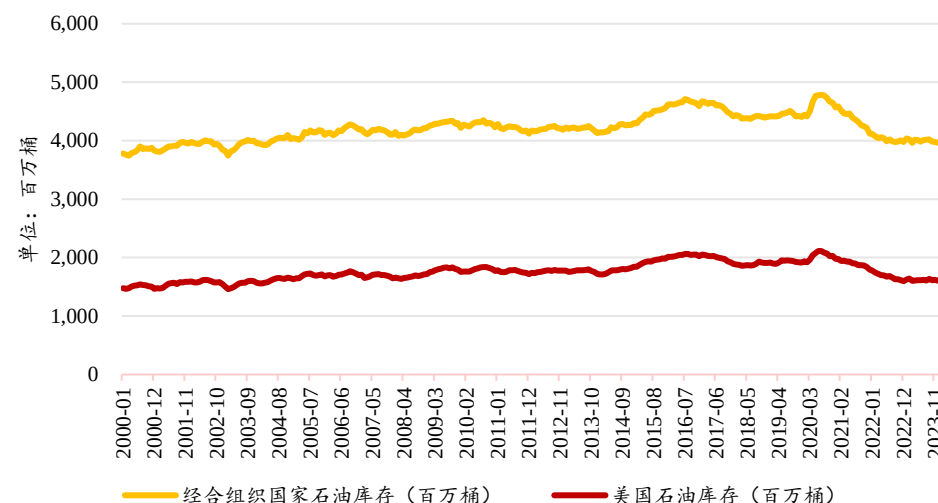
供给端：OPEC+保持减产，其余产油国保持增产，总体供给维持稳定。2023年5月，以沙特为首的OPEC成员国与俄罗斯等非OPEC产油国组成的“OPEC+”宣布，从5月开始至年底将自愿削减石油产量，2023年，OPEC+成员国的原油产量均有所下滑，其中OPEC产量为28.2百万桶/天，同比下滑2.2%；俄罗斯产量为11.1百万桶/天，同比下滑1.1%。而OPEC+联盟在沙特利雅得的第37届部长级会议中决定，将目前的石油产量水平延续至2025年底。美国、欧洲、中国的原油产量则保持增长，2023年美国产量为12.6百万桶/天，同比上升5.6%；欧洲产量为3.2百万桶/天，同比上升0.3%；中国产量为4.2百万桶/天，同比上升2.1%。

库存端：主要石油消费国库存均有所下滑。库存方面，截至2024年4月底，亚太经合组织国家商业石油库存为40亿桶，处于近十年以来低位。美国进入暑期汽油消费旺季，传统消费旺季的汽油消费大增，原油去库趋势明显，8月份石油日库存量下降至7630万桶，触及13个月以来的新低。

图：OPEC+产量有所下滑，其余国家保持增产



图：美国及经合组织国家石油库处于历史低位

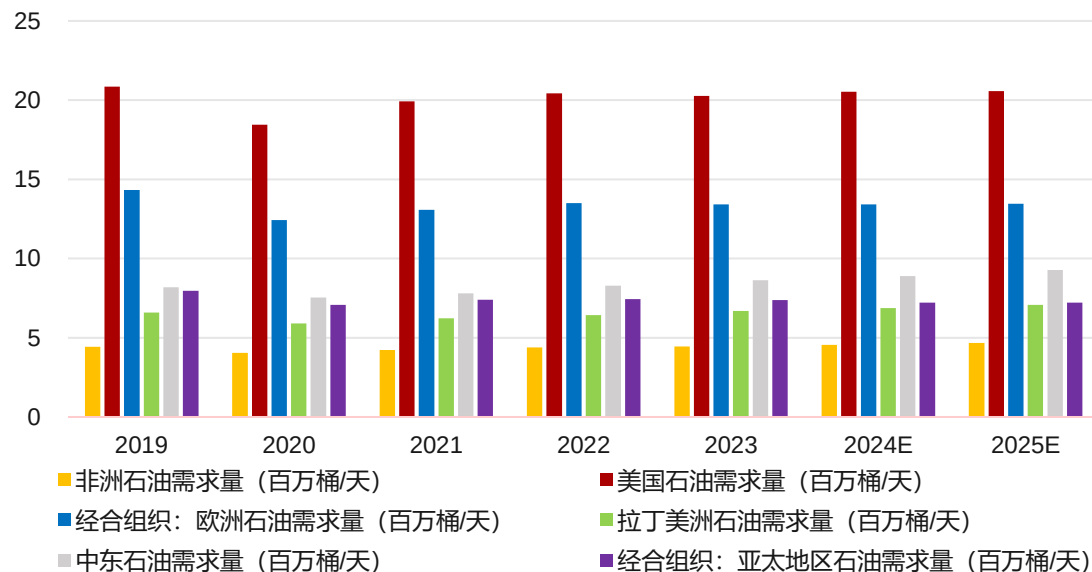


02 供需：主要产油国相继减产，供小于求预计持续

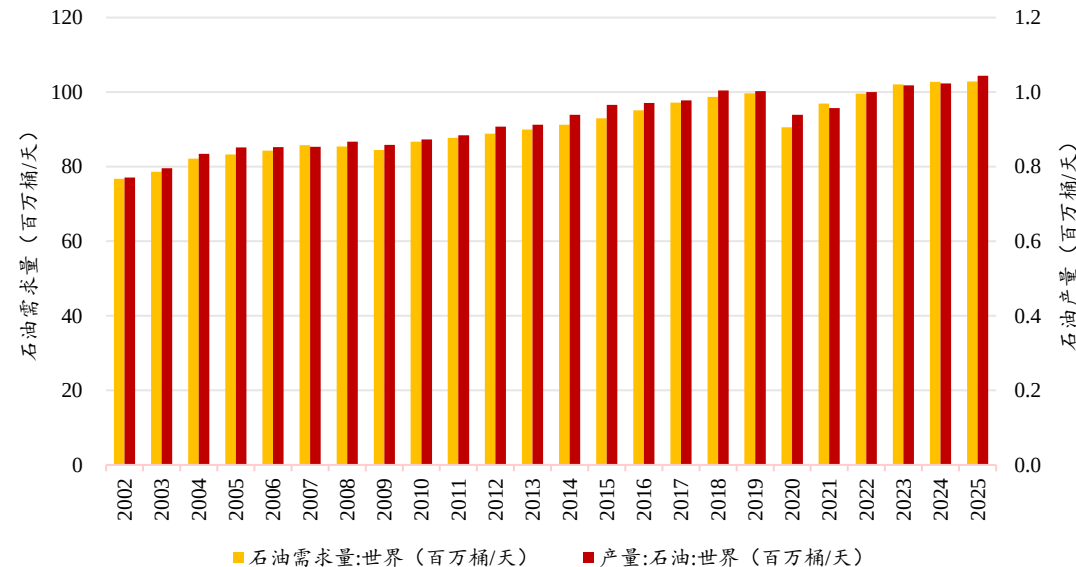
需求端，传统消费国略微下滑，新兴国家增长迅猛，总体维持增长。根据OPEC最新月报，2024年石油需求104.3百万桶/天，比2023年的102.2百万桶每天提高211万桶每天，石油需求稳步增长。分地区看，2022-2023年传统消费国略微下滑，新兴国家增长迅猛，其中非洲由4.4百万桶/天上升到4.5百万桶/天，同比上升1.4%；拉丁美洲由6.4百万桶/天上升到6.7百万桶/天，同比上升3.9%；中东由8.3百万桶/天上升到8.6百万桶/天，同比上升4.1%；美国由20.2百万桶/天上升到20.4百万桶/天，同比上升1.0%；经合组织欧洲地区由13.5百万桶/天下滑到13.4百万桶/天，同比下滑0.7%。

原油供需缺口开始显现，预计未来供小于求局面可能持续。我们认为，2024年和2025年原油供需依旧会维持供小于求的格局。历史石油长期处于供大于求的格局，但近几年开始出现供小于求或者供需基本平衡的格局，根据EIA的预测，2024年全球原油供需会基本持平，而2025年供给会重新小幅超过需求，而如果按照OPEC对于全球原油需求的预测，则2024和2025年依旧会维持供小于求的格局。

图：传统消费国石油需求略微下降，新兴国家增长迅猛



图：预计未来原油供需平衡或供小于求

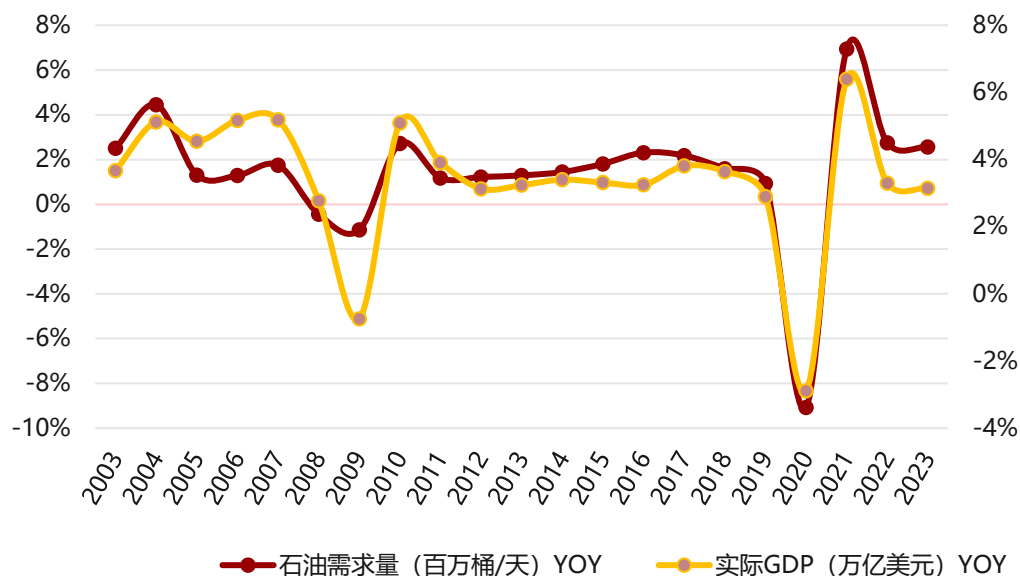


02 宏观经济：全球经济持续增长，原油需求不断抬升

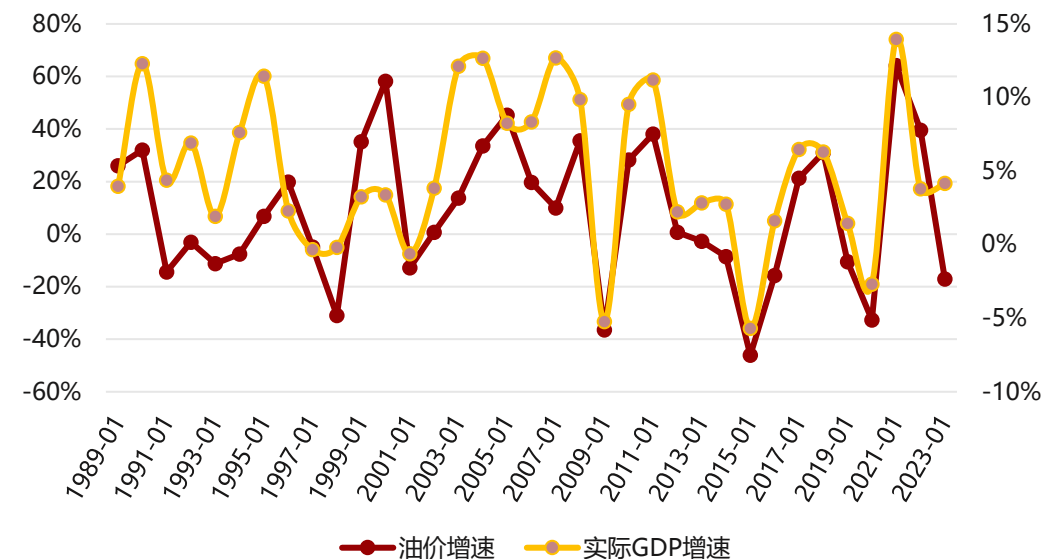
公共卫生事件后全球经济开始缓慢复苏，带动石油需求量不断增长。石油在全球能源消费占比排名第三，与宏观经济增速息息相关。经济快速增长，将刺激石油和天然气消费的增长，反之则将抑制石油和天然气消费的增长。从过去的石油需求数据和全球GDP增长率数据中可以发现两者之间存在很好的关联性。2020年以来，全球正慢慢从公共医疗事件中恢复过来，全球GDP实现正增长，全球经济正在艰难复苏，带动石油需求量逐步增加。

GDP增速和油价增速也具有一定相关性，虽然二者数值上有较大差异，但是在趋势上具有一致性。在2007年前，油价增速相对于GDP增速略有滞后，但2007年后，油价增速在趋势上几乎和GDP增速完全一致。

图：2003-2023年全球石油需求量增速和GDP增速基本保持一致



图：1989-2023年全球油价增速和GDP增速具有高度相关性



02 地缘政治：全球冲突不断加码，地缘政治持续恶化

油价受供需、宏观经济、地缘政治等多重因素影响，当前处于高位震荡阶段。国际油价自2022年俄乌冲突打响开启了新一轮上行周期，随后在局部冲突延宕、通胀居高不下、金融环境趋紧、贸易增长疲软等复杂因素背景下，全球经济艰难复苏，国际油价承压宏观经济和供需博弈呈现宽幅震荡走势。2024年7月31日，哈马斯政治领导人遇袭身亡。该消息发布后，引发国际油价大涨，当天收盘大涨4.5%，最高触及78.9美元/桶。巴以停火协议可能出现变数，中东地缘政治风险迅速升温，均可能促使油价上涨。根据EIA预测，2024和2025年油价分别为84.4、85.7美元/桶，基本保持高位稳定。地缘政治除了通过油价影响油服公司业绩，还可以直接影响油服公司业绩，俄乌战争爆发使得国内油服公司的在俄业务被迫暂停。

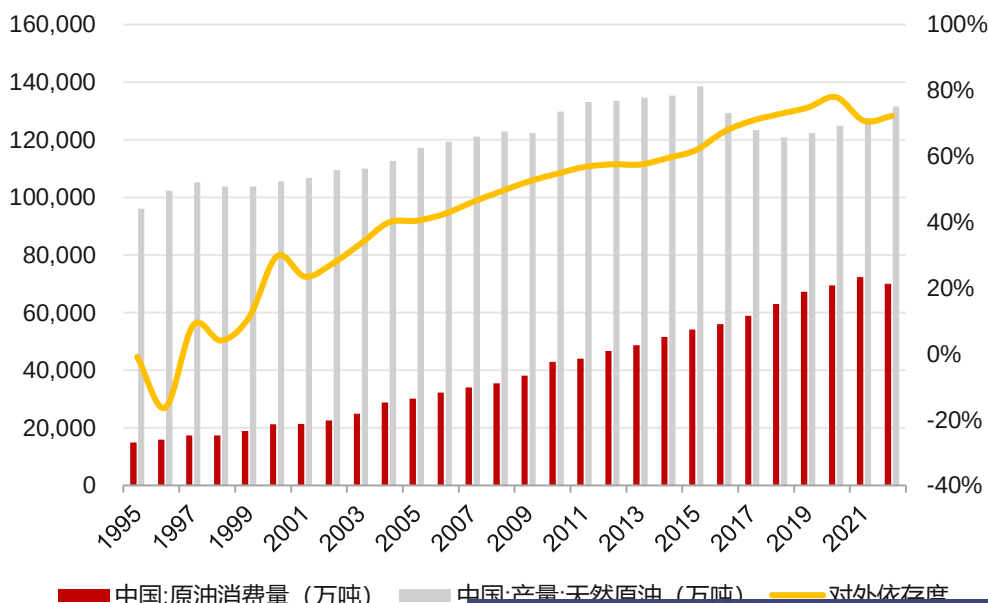
图：油价往往受重要事件影响出现大幅波动



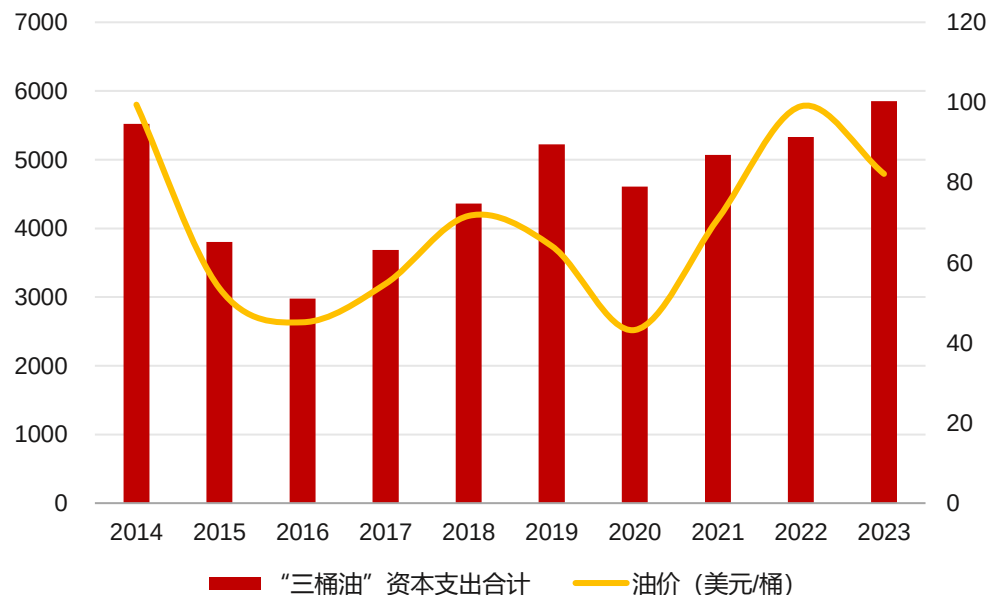
我国石油对外依存度持续提高，能源安全重要性愈发凸显。长期以来，由于我国原油需求量快速增长，而原油产量增长缓慢，导致我国石油对外依存度持续提高，2023年我国石油消费量达到7.6亿吨的历史峰值，同比增长7.7%，而原油产量仅有2亿吨，对外依存度攀升至74%。同时，我国石油进口存在来源相对集中、运输距离远、通道控制能力不足等问题，约80%的石油进口经过印度洋、马六甲海峡和南海等关键海域运输，存在潜在供应风险。面对我国日益增长的石油需求和复杂多变的地缘政治环境，如何在全球油气供需新格局中保障我国油气供应安全，成为一项极具挑战性的艰巨任务。

“三桶油”2019年后资本开支和油价相关性减弱，受能源安全驱动资本开支持续提升。观察历史上的油价和“三桶油”资本性支出可以发现，2019年之前“三桶油”的资本性支出与油价走势相符合，但随着2020年油价暴跌，“三桶油”的资本性支出却脱离油价稳定上涨，这主要与增储上产的能源安全策略有关。

图：中国原油对外依存度持续攀升



图：“三桶油”资本支出开始逐步脱离油价



国家高度重视能源安全，多部政策成效显著。2016年，中国国内原油产量首次降至2亿吨以下，全年进口原油3.8亿吨，增长13.8%。国内原油生产企业主动实施“以进顶产”策略，计划性减产普遍，在这种背景下，国家发改委、国家能源局发布了《石油发展“十三五”规划》，提出了将“加强勘探开发，增加国内资源供给”作为重点任务，到2020年国内石油产量达2亿吨。2019年，在大力提升油气勘探开发力度工作推进会上，我国首次提出“七年行动计划”，并且在同年10月，李克强总理指出应加大国内油气勘探开发力度，促进增储上产。2020年，我国面对公共卫生事件等多重挑战，中央政治局会议提出“六保政策”，在能源安全方面，提出加大能源储备，加速陆地能源的勘探力度和海上能源的勘探力度等工作指导。2023年，中央持续进一步推动各种油田设备的开发和建造，发布了《加快油气勘探开发与新能源融合发展行动方案(2023-2025年)》、《关于推动未来产业创新发展的实施意见》，推动海油开采和新能源应用。

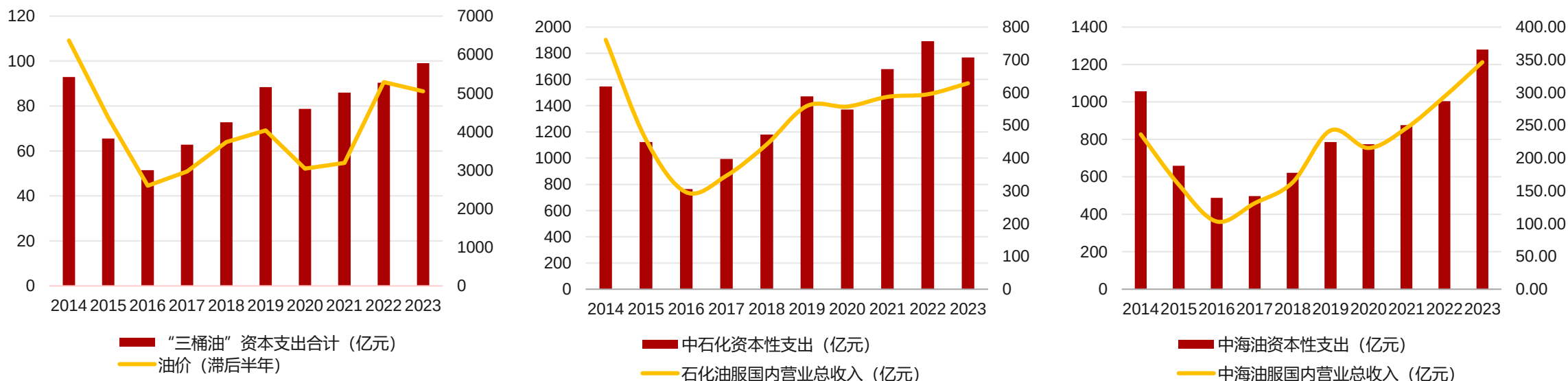
图：我国针对能源安全出台了一系列政策

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2024年1月	国家发改委等	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	围绕深部作业需求，以超深层智能钻机工程样机、深海油气水下生产系统、深海多金属结核采矿车等高端资源勘探开发装备为牵引，推动一系列关键技术攻关。
2023年2月	国家能源局等	《加快油气勘探开发与新能源融合发展行动方案(2023-2025年)》	在稳油增气、提升油气资源供给能力的基础上，加快行业绿色低碳转型势在必行。要加强油气勘探开发与新能源融合发展，大力推进新能源和低碳负碳产业发展，加大清洁能源开发利用和生产用能替代，增加油气商品供应，持续提升油气净贡献率和综合能源供应保障能力。
2022年3月	国家能源局	《2022年能源工作指导意见》	持续提升油气勘探开发力度。落实“十四五”规划及油气勘探开发实施方案，压实年度勘探开发投资、工作里，加快油气先进开采技术开发应用，巩固增储上产良好势头。
2022年3月	国家发改委等	《“十四五”现代能源体系规划》	加大国内油气勘探开发，坚持常非并举、海陆并重，强化重点盆地和海域油气基础地质调查和勘探，夯实资源接续基础。积极扩大非常规资源勘探开发，加快页岩油、页岩气、煤层气开发力度。
2021年7月	大力提升油气勘探开发力度工作推进会		加强海洋油气勘探开发，深入推进页岩革命；
2021年3月	中共中央	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	有序放开油气勘探开发市场准入，加快深海、深层和非常规资源利用，推动油气增储上产。

02 需求传导逻辑：油价—下游资本开支—油服公司

从历史数据看，“三桶油”资本支出总和滞后于油价半年，国内油服公司的国内营业收入与其母公司的资本支出关联性较好。其中，石化油服的国内营收与中石化资本性支出关联性好，中海油服的国内营收与中海油资本性支出关联性好。油价在2014-2016年期间由99美元/桶下降到45美元/桶，此后不断上升，2019年上升至64美元/桶，2020年油价跌至43美元/桶，之后开始高位震荡，2023年油价为82美元/桶。从国内油服公司资本支出来看，2014年至2016年中石化和中海油的资本支出都出现了明显的下跌，之后到2019年保持上升。此后，受益于“七年计划”，两家公司的资本支出明显上升。2023年，中石化的资本性支出有所下滑，同比下降6.53%，中海油资本支出继续保持增长，同比提高27%。

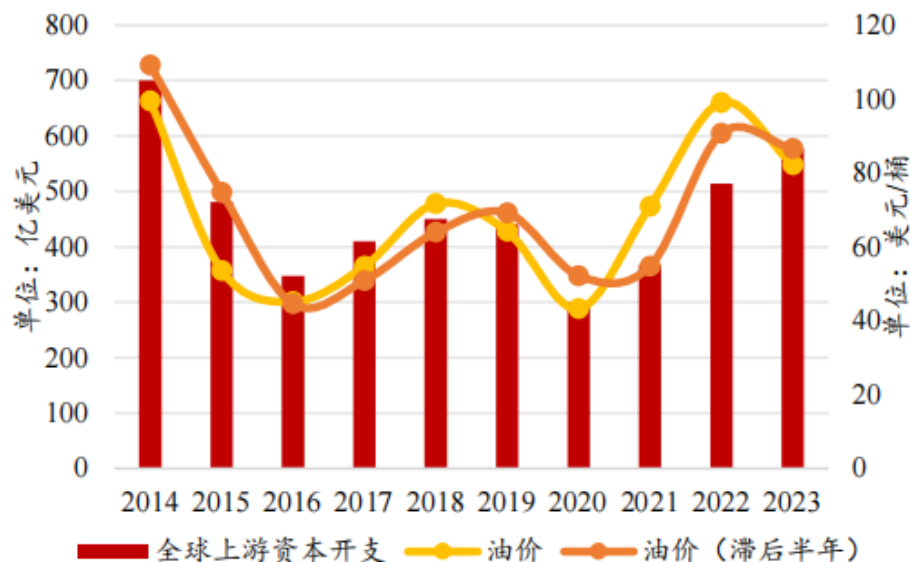
图：“三桶油”资本支出合计滞后油价半年



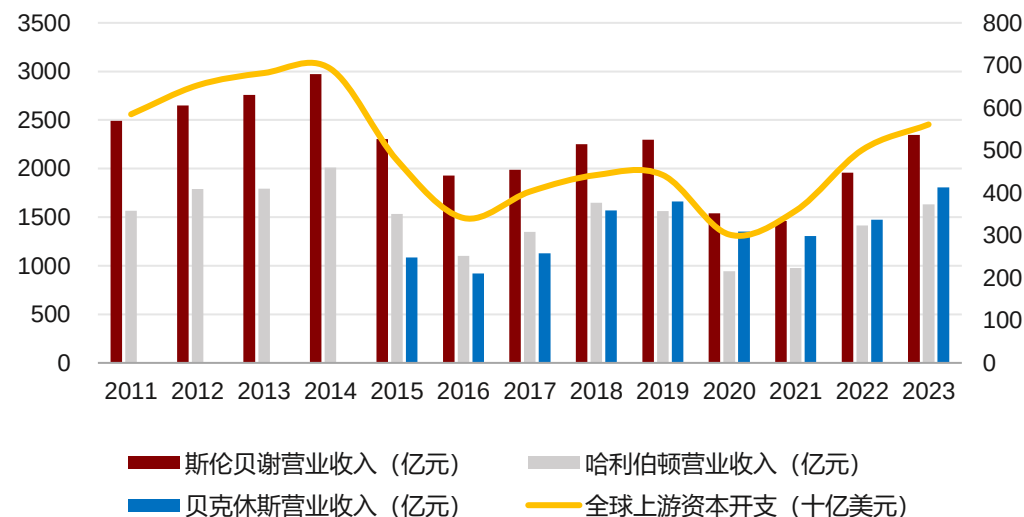
02 需求传导逻辑：油价一下游资本开支—油服公司

全球上游资本开支与油价关联性更加密切。全球油气三巨头斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯的营业收入与全球上游资本开支关联度高。从图中可以看出全球油气资本开支与油价保持着良好的关联，2011-2014年随油价上涨，此后至2016年随油价下跌，虽然油价在2018-2019年出现了下降的情况，但是全球上游资本开支并没有立刻下滑，而是保持了增长，2020年随着油价大幅的下跌，资本开支也出现了明显的下滑，此后油价在2020-2022年上涨，在2023年下跌，但是全球油气资本开支在2023年没有下跌的情况，可见资本开支的变化滞后于油价的变化。

图：全球油气上游资本开支与油价关联度好



图：全球油服三巨头业绩与上游资本开支关联度好

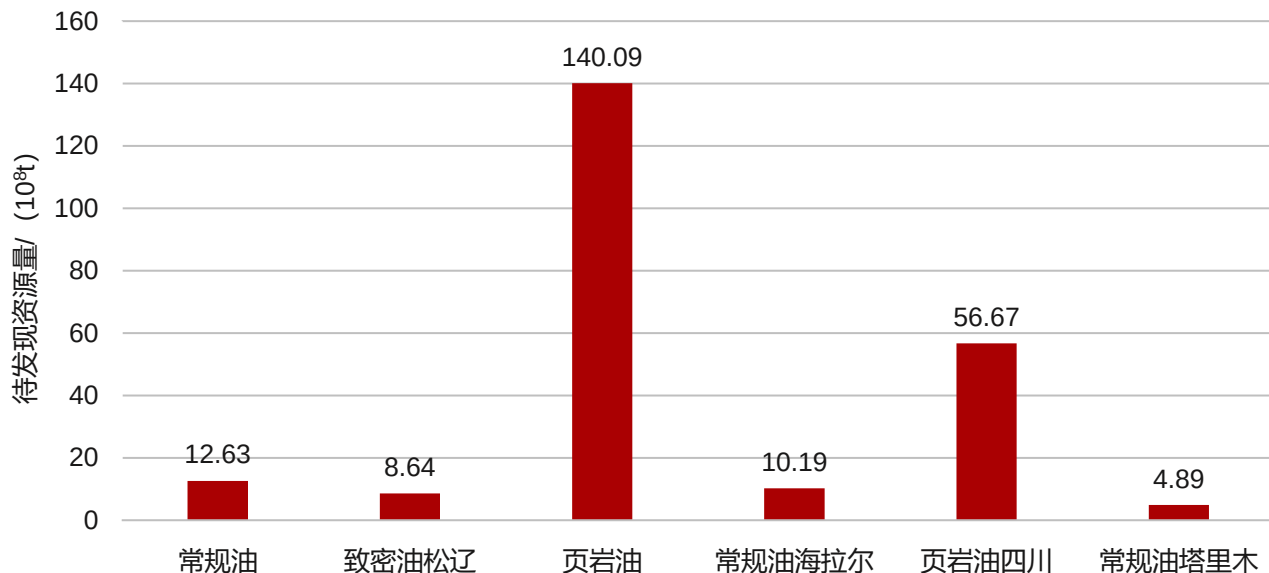


02 陆油：常规油气产量见顶，非常规油气成为潜在增长点

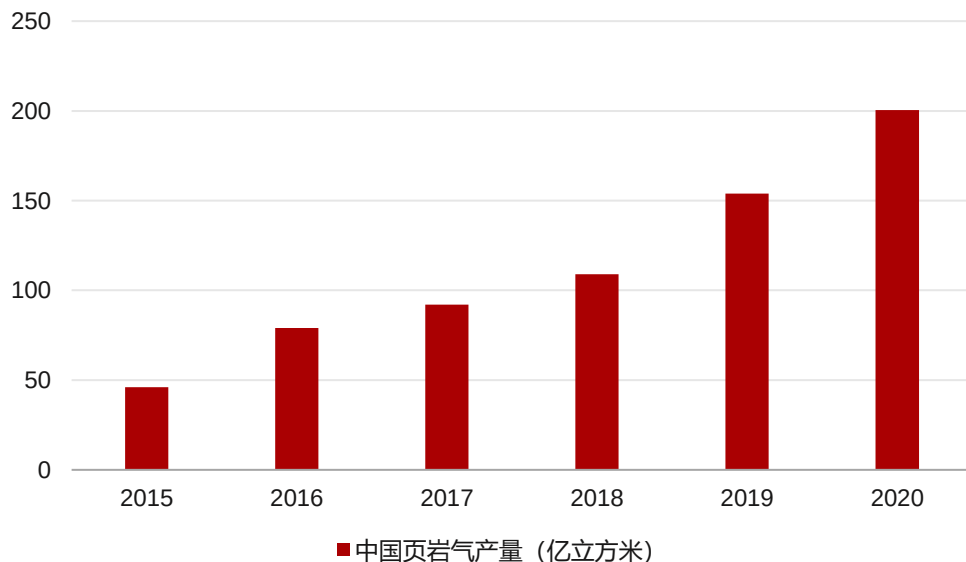
非常规油气资源的开发潜力远超常规油气，我国页岩油等探明储量较大。中国油气资源中非常规油气资源占比较高且种类繁多，而页岩油作为非常规油气的代表储量较高，以著名的大庆油田为例，页岩油待发现资源量占整个大庆油田的60%。“十三五”期间，以页岩油气为代表的非常规油气资源逐渐成为我国油气勘探开发的主体，非常规石油与天然气分别占新增油气探明储量的70%和90%以上。

随着页岩油开采技术的成熟和成本的下降，我国页岩油产量预计保持快速增长。由于页岩油相比传统油藏开采成本较高，但随着相关技术的成熟，美国依靠两次页岩革命，实现页岩油气产量快速增长，从石油进口国转变为输出国，实现了能源独立。我国是目前除北美以外全球最大页岩气生产国，同时也是全球唯一实现陆相页岩油商业化规模开发的国家。预计到2035年，我国非常规石油产量将超过5000万吨，约占全国石油总产量的25%。

图：大庆油田非常规资源待发现量占整个油田的60%



图：中国页岩气产量稳定上涨

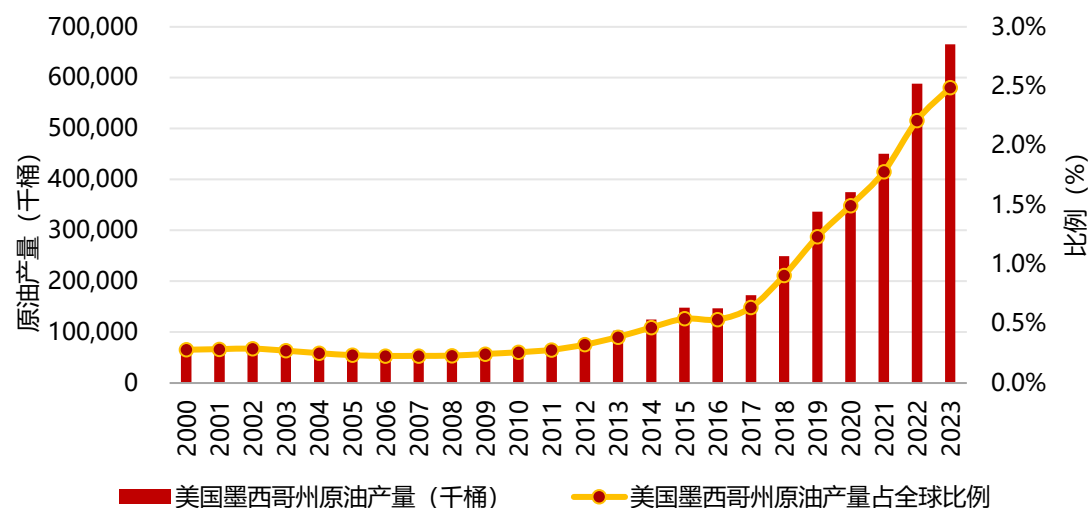


02 海油：海洋油气资源储量丰富，开采成本快速下降

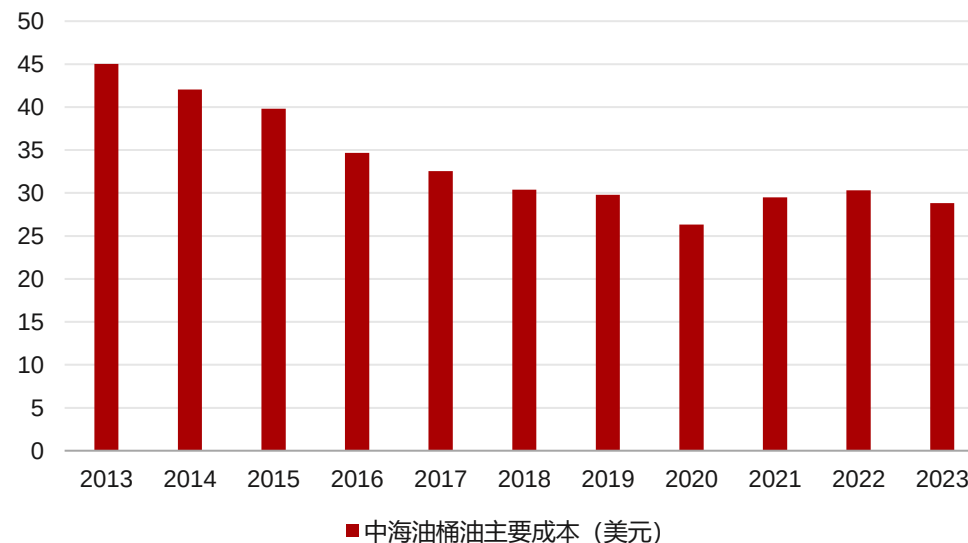
海油储量远大于陆油，“重海油、轻陆油”趋势近年来愈发明显。在全球能源战略布局中，“重海油，轻陆油”的趋势日益明显，这主要源于海洋油气资源相较于陆地石油在储量上的巨大潜力与勘探开发技术的不断突破。从中国看，仅我国南海便蕴藏着丰富的油气资源，估算储量占中国油气总储量的三分之一。中海油在储采比方面保持着稳定的水平，大约维持在10年左右，而中石化、中石油的储量寿命仅维持在5-7年左右。

海油开采成本不断下降，中海油盈利空间持续增加。近几年随着技术的革新和海油开采规模的扩大，海油的开采成本在不断下降，中海油的海油桶油的主要成本在不断下降，从2013年45美元/桶下降到2023年的29美元/桶，根据Rystad预测，海油的盈亏平衡点在不断转好。海油开采带来的经济效益愈发明显，未来海油市场将会保持增长的趋势。

图：2000-2023年美国墨西哥湾石油产量占全球比重从0.3%到2.5%



图：中海油桶油成本从2013年的45美元/桶下降到2023年的29美元/桶



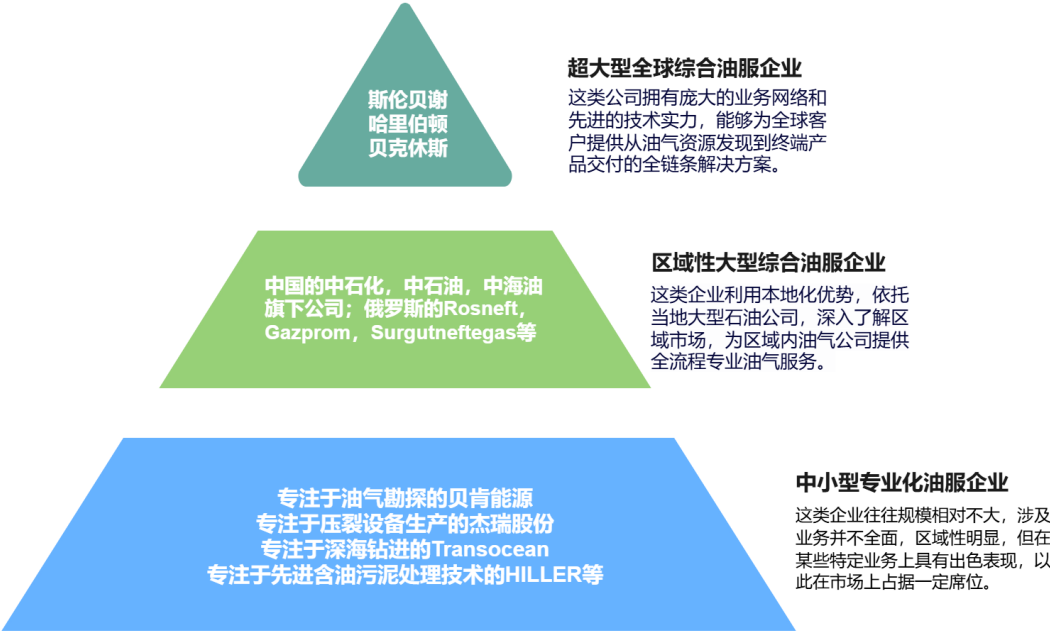
03

**竞争格局：全球集中度有所
下滑，中国格局保持稳定**

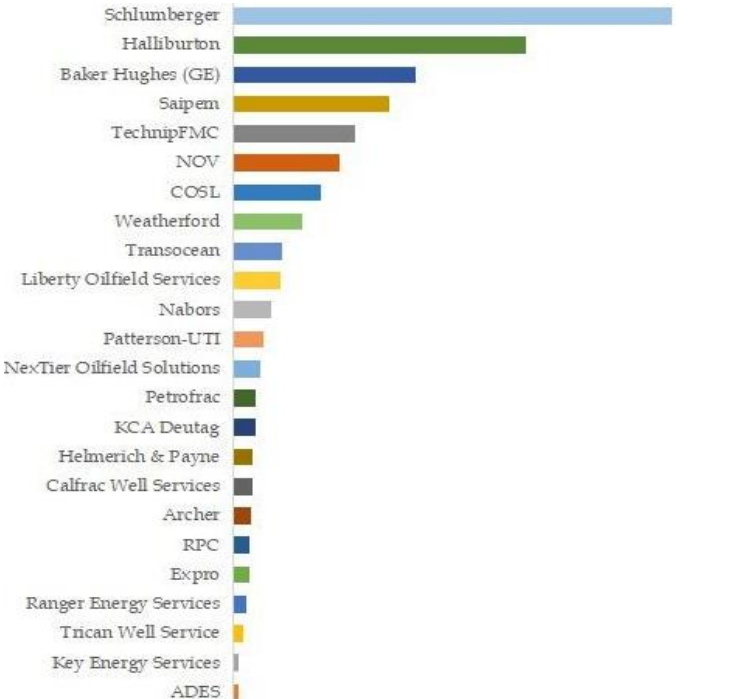
03 全球竞争格局：行业集中度较高，三巨头垄断市场

全球油服行业集中度较高，不同油服公司各有优势。根据QY Research的报告，全球前五大厂商占有大约28%的市场份额，油服行业整体呈现出高度集中化的特征。具体来看，超大型油田服务公司的竞争优势主要体现在强大的资金实力、创新能力、先进的技术装备、一体化的服务与产品以及严格的质量与作业标准等方面。区域性大型综合油服企业则往往诞生在进入壁垒较高的国家，它们往往率先依托于当地国有大型石油公司，并在此基础上逐渐向全球市场进行扩张，其它中小型专业化油服公司则主要依靠地缘优势、成本优势和特色技术优势等抢占部分市场份额，在细分市场领域占据一定的空间。

图：全球油服市场竞争格局可分为三类



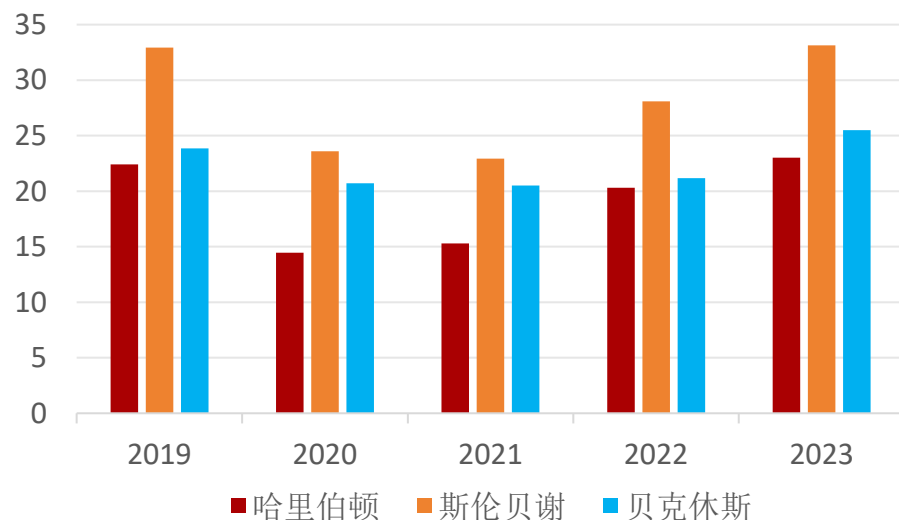
图：2022年全球油服企业排名三巨头遥遥领先



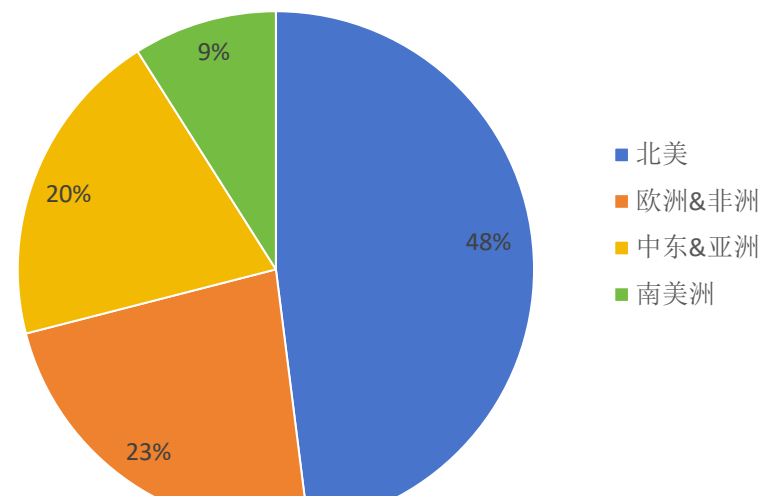
四巨头之一宣布破产，全球油服行业集中度有所下滑。全球油服行业长期被四大油服斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯和威德福占据。而随着美国页岩油增产效果明显，OPEC成员国增产保份额，油价的持续低迷严重影响了头部油服企业绩效，加上油服行业的整体转型，使得国际油服竞争格局出现了重大变化，市场集中度不断下降，2019年威德福因财务状况持续恶化，于当年7月申请破产，更是对国际油服行业竞争格局进行了重大洗牌，国际油服行业寡头竞争正在发生重大变迁。

北美油服市场占比最高，南美深海油气潜力充足。2022年油服行业市场结构中，北美地区以其丰富的油气资源、成熟的产业链和先进的技术服务，占据了市场的领先地位，占比高达48%。欧洲及非洲市场紧随其后，凭借其独特的资源优势 and 跨国公司的全球布局，占据了23%的市场份额。中东及亚洲市场则因其丰富的油气资源储备和快速增长的能源需求，市场占比达到20%，发展潜力充足。尽管南美洲市场目前仅占9%，但其丰富的深海油气资源及国际合作加深的趋势，预示着未来市场潜力的进一步释放。

图：油服三大巨头营收正处于上升周期



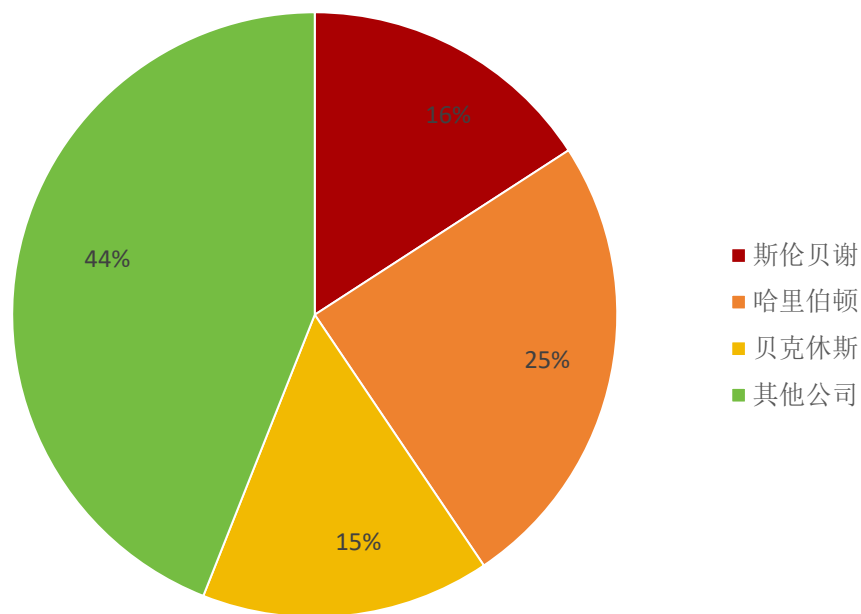
图：2022年全球油服行业北美占比高达48%



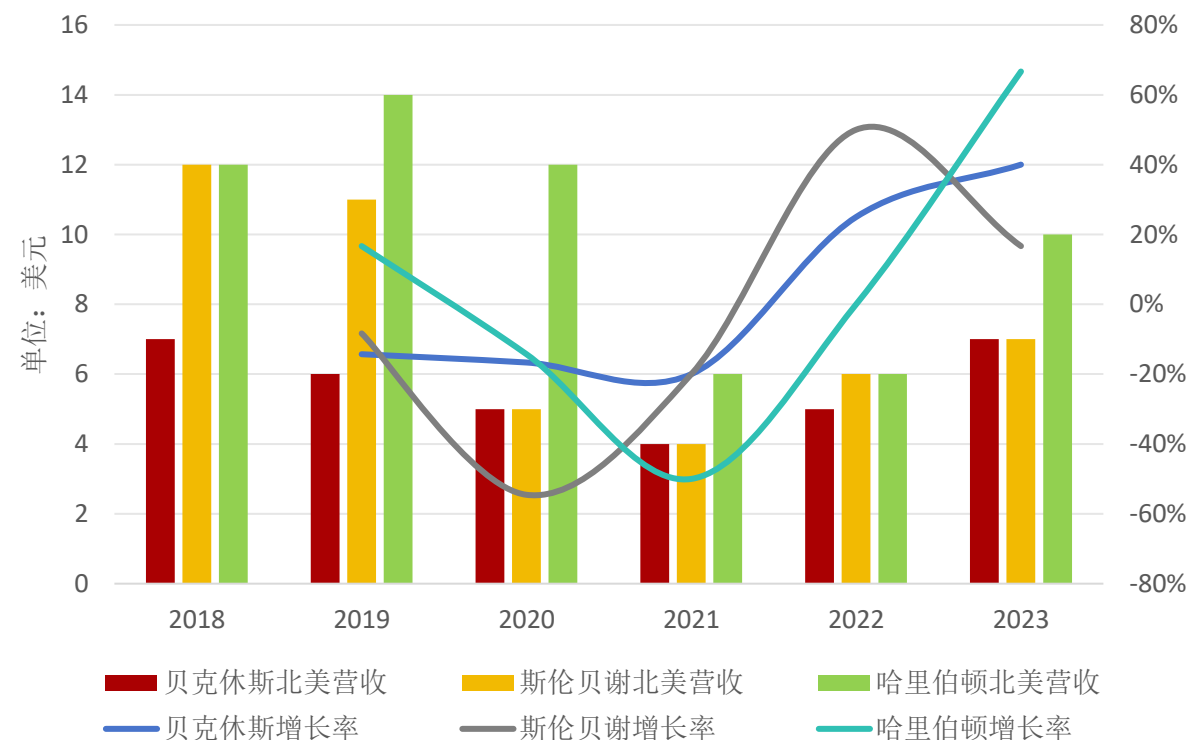
03 北美地区：油服市场由三巨头垄断，行业进入门槛较高

北美油服市场被全球三巨头垄断，技术和规模驱动下使得行业进入门槛较高。北美拥有全球最发达的海上石油和天然气工业，其中墨西哥湾和阿拉斯加近海地区具有巨大储量。从竞争格局看，由于全球油服三大寡头均在美国，它们凭借技术创新、全球布局、品牌声誉及资金实力成功占据市场主导地位，2023年三者在北美市场规模占比大约为56%，当地市场进入壁垒相对较高。

图：2023年北美市场三巨头占比为56%



图：全球油服三巨头在北美营收处于稳定上升阶段



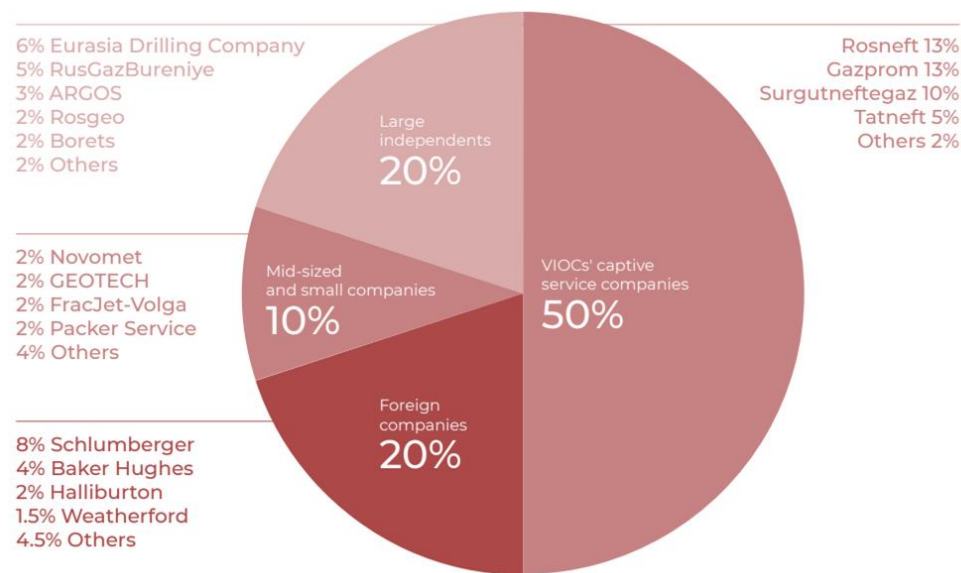
欧洲地区市场较为开放，行业由跨国公司垄断。欧洲地区拥有着仅次于美国的海上石油和天然气工业，尤其是北海海上油气生产所带来的油气服务机遇及挪威新兴油田的开采所带来的巨大油服市场。总体上来看，欧洲地区市场较为开放，竞争相对充分，因此跨国油服公司则占据了主要市场，代表企业如油服四巨头及全球钻井巨头——瑞士越洋钻探。

俄罗斯地方保护较强，市场相对封闭。虽然俄罗斯本土的油服企业核心竞争力相对较低，但地方保护主义较强，因此市场较为封闭，国内油服市场主要由国家综合性油气公司（如Rosneft、Gazprom等）旗下油服公司所控制，占比大约为50%，形成高度寡头格局，2021年仅有20%高端技术领域对外开放，而这部分也多由全球油服龙头占据，仅三巨头就占比14%。

表：欧洲油服市场集中度较高

市场集中度	高
市场主要参与公司	Halliburton Company（跨国油服巨头：固井增产服务起家，专攻北美市场，油气行业石油勘探AI的领导者）
	Transocean Ltd（跨国近海钻探巨头：世界上最大的近海钻探商，拥有的深海钻井占全球总量的30%）
	Baker Hughes Company（跨国油服巨头：专研钻井服务，积极发展脱碳技术）
	Weatherford International PLC（历史跨国油服巨头：以套管固井起家，经营不善破产清算，重整旗鼓准备重新上市）
	Schlumberger Limited（跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强）

图：俄罗斯油服市场本土油服企业占比较高



中东、非洲地区油服行业开放程度较高，市场集中度较低。由于中东及非洲地区的油服技术起步较晚，对外部的石油技术服务和设备有较高的依赖性，且对外部技术具有较强的包容性，当地市场化程度较高，进入门槛相对较低，油服市场近似于完全竞争市场。其中尤以中东地区为甚，中东地区作为世界油气资源最丰富的地区，仅OPEC日产油就占全球产油量的35%，油服市场广阔。而其石油工业体系多由西方公司建立，工程技术服务长期被西方垄断，为摆脱西方经济与技术垄断，中东资源国持续推进对外开放，其自有国家石油公司（如Saudi Aramco、ADNOC等）与跨国油服公司之间往往处于一种竞争合作的关系，二者努力推进油气全产业链合作的同时，通过竞争来达到降低油气开采成本、增进市场活力的目的。

表：中东油服市场集中度较低

市场集中度	非常低
市场主要参与公司	Halliburton Company（跨国油服巨头：固井增产服务起家，专攻北美市场，油气行业石油勘探AI的领导者）
	Weatherford International PLC（历史跨国油服巨头：以套管固井起家，经营不善破产清算，重整旗鼓准备重新上市）
	Baker Hughes Company（跨国油服巨头：专研钻井服务，积极发展脱碳技术）
	Middle-East Oilfield Services（区域性综合油服公司：专攻于中东油服市场，阿曼石油开发公司（PDO）批准供应商）
	Schlumberger Limited（跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强）

表：中东油服产业链较为开放

市场集中度	中东钻井市场 中	中东完井市场 低	中东测井市场 低
市场主要参与公司	Arabian Drilling Company（ADC） （跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强）	Schlumberger Limited（跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强）	Schlumberger Limited（跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强）
	Schlumberger Limited（跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强）	Halliburton Company（跨国油服巨头：固井增产服务起家，专攻北美市场，油气行业石油勘探AI的领导者）	Halliburton Company（跨国油服巨头：固井增产服务起家，专攻北美市场，油气行业石油勘探AI的领导者）
	Baker Hughes Company（跨国油服巨头：专研钻井服务，积极发展脱碳技术）	Baker Hughes Company（跨国油服巨头：专研钻井服务，积极发展脱碳技术）	Baker Hughes Company（跨国油服巨头：专研钻井服务，积极发展脱碳技术）
	Weatherford International PLC（历史跨国油服巨头：以套管固井起家，经营不善破产清算，重整旗鼓准备重新上市）	Weatherford International PLC（历史跨国油服巨头：以套管固井起家，经营不善破产清算，重整旗鼓准备重新上市）	Weatherford International PLC（历史跨国油服巨头：以套管固井起家，经营不善破产清算，重整旗鼓准备重新上市）
	Transocean Ltd（跨国近海勘探巨头：世界上最大的近海勘探商，拥有的深海钻井设备制造商，专攻于油服机	National Oilwell Varco Inc.（跨国石油装备制造巨头：世界上最大的石油装备制造企业，专攻于油服机	Expro Group（跨国管道服务企业：起家于油井管道设计及安装，21年并购石油钻井企业Frank's International，油服一体化布局刚刚起步）

亚太地区和拉丁美洲市场集中度较低，其中拉丁美洲对技术要求较高。拉丁美洲最大的特点是该地区海上作业数量较高且对页岩气等非常规油气需求较高，使得总体上对于油服行业的技术要求与性价比较高，因此这些资源国积极推进对外开放，通过竞争来达到降低油气开采成本、提高油服技术水平的目的。例如拉丁美洲重要产油国之一的巴西是世界上盐下油气最富集的区域之一，盐下油田的油藏上部覆盖了巨厚的盐岩层，这些盐层厚度可达数千米，为油气成藏提供了良好的天然盖层条件，但与此同时也给油服作业带来了巨大的技术挑战，由于盐层的硬度很低，容易发生蠕变，导致井壁稳定和轨迹控制难度较大，这极大增加了开发成本和风险，因此巴西石油开采对于油服行业的技术要求极高，而巴西自身工业基础也相对薄弱，较难达到这一要求，主要提供商几乎全部是超大型跨国石油公司。

表：亚太、拉丁美洲、巴西油服市场集中度较低

	亚太油服市场	拉丁美洲油服市场	巴西测井服务市场
市场集中度	非常低	低	低
市场主要参与公司	Schlumberger Limited（跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强）	Schlumberger Limited（跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强）	Baker Hughes Company（跨国油服巨头：专研钻井服务，积极发展脱碳技术）
	Baker Hughes Company（跨国油服巨头：专研钻井服务，积极发展脱碳技术）	Transocean Ltd（跨国近海钻探巨头：世界上最大的近海钻探商，拥有的深海钻井占全球总量的30%）	Schlumberger Limited（跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强）
	Halliburton Company（跨国油服巨头：固井增产服务起家，专攻北美市场，油气行业石油勘探AI的领导者）	Weatherford International PLC（历史跨国油服巨头：以套管固井起家，经营不善破产清算，重整旗鼓准备重新上市）	Halliburton Company（跨国油服巨头：固井增产服务起家，专攻北美市场，油气行业石油勘探AI的领导者）
	National Oilwell Varco Inc.（跨国石油装备制造巨头：世界上最大的钻井设备制造商，专攻于油服机械部件制造）	Halliburton Company（跨国油服巨头：固井增产服务起家，专攻北美市场，油气行业石油勘探AI的领导者）	Weatherford International PLC（历史跨国油服巨头：以套管固井起家，经营不善破产清算，重整旗鼓准备重新上市）
	Weatherford International PLC（历史跨国油服巨头：以套管固井起家，经营不善破产清算，重整旗鼓准备重新上市）	TechnipFMC PLC（跨国能源服务企业：主要从事传统油田工程设计服务，当前战略重点为海上新能源转型）	Superior Energy Services（区域性油服企业：主攻美洲市场，兼营油服机械设备租赁服务）

物探服务市场集中度较高，但三巨头参与度较低。一方面，物探服务需要高精尖的技术和设备支持，因此能够提供高质量物探服务的企业相对较少，市场集中度较高。另一方面，超大型跨国油服公司往往提供的是综合性油气服务，而物探服务往往风险较高，技术要求高，收益性价比较低，且不同地质条件对于物探服务的要求不同，对于综合性油服公司而言，选择将其外包给专业化的物探公司所带来的收益往往更高。

油田工程建设市场集中度高，主要由超大型跨国油服公司控制。油田工程建设市场集中度高，主要归因于该领域的高度专业性、巨额资金投入需求、复杂的技术门槛以及资源分布的相对集中性。同时，油气资源的分布往往集中在少数几个地理区域，这进一步促使了具有资金、技术和市场优势的大型企业通过并购、合作等方式增强市场份额，形成较高的市场集中度和较高的市场进入门槛。

表：物探服务市场集中度较高

市场集中度	高
市场主要参与公司	Schlumberger Limited（跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强）
	Ramboll Groups A/S（跨国建造和环境咨询巨头：主攻北欧、印度和中东市场，为全球工程设计咨询提供可持续解决方案）
	Sercel SA（跨国地球物理服务企业：全球最大地球物理服务公司CGG全资子公司，专营地理勘探开采服务）
	IRIS Instruments（跨国物探设备企业：法国地调局与日本OYO集团合资设立，主营地质仪器研发制造）
	DMT GmbH&Co.KG.（跨国工程咨询企业：起源于德国煤炭开采公司，专营于资源勘探设备及服务，其物探设备受到TÜV奥地利认证）

表：油田工程建设市场集中度较高

市场集中度	非常高
市场主要参与公司	Schlumberger Limited（跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强）
	Baker Hughes Company（跨国油服巨头：专研钻井服务，积极发展脱碳技术）
	Halliburton Company（跨国油服巨头：固井增产服务起家，专攻北美市场，油气行业石油勘探AI的领导者）
	Weatherford International PLC（历史跨国油服巨头：以套管固井起家，经营不善破产清算，重整旗鼓准备重新上市）
	National Oilwell Varco Inc.（跨国石油装备制造巨头：世界上最大的钻井设备制造商，专攻于油服机械部件制造）

03

油服行业链：钻完井板块需求复杂，行业集中度较低

钻完井服务板块又可以简单划分为四个步骤：定向钻井、固井、电缆测井、完井。从图中可以看出定向钻井市场集中度较低，接近于完全竞争市场，主要原因在于钻井服务的需求多样，不同油田、不同地质条件对技术和设备的需求各异，难以形成单一企业的绝对垄断。而固井、测井和完井则市场集中度相对较高，主要由超大型跨国油服公司垄断，究其原因在于固井、电缆测井和完井相对复杂且往往需要较大的投资规模 and 专业的设备，这使得规模较大的企业具有更强的竞争力和市场份额，从而形成规模效应，实现对于市场的寡头垄断。

表：钻完井服务市场集中度较低

具体板块	定向钻井	固井	电缆测井	完井
市场集中度	低	中	中	中
市场主要参与公司	Schlumberger Limited（跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强）	Schlumberger Limited（跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强）	Schlumberger Limited（跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强）	Schlumberger Limited（跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强）
	Weatherford International PLC（历史跨国油服巨头：以套管固井起家，经营不善破产清算，重整旗鼓准备重新上市）	Halliburton Company（跨国油服巨头：固井增产服务起家，专攻北美市场，油气行业石油勘探AI的领导者）	China Oilfield Services Limited（国家综合油服公司：钻井平台规模全球第一，固井行业规模全球第三，定向钻井全球第四）	Halliburton Company（跨国油服巨头：固井增产服务起家，专攻北美市场，油气行业石油勘探AI的领导者）
	Halliburton Company（跨国油服巨头：固井增产服务起家，专攻北美市场，油气行业石油勘探AI的领导者）	C&J Services（区域性完井服务企业：全球最大陆上钻井公司Nabors Industries Ltd.子公司，专攻北美完井市场）	Weatherford International PLC（历史跨国油服巨头：以套管固井起家，经营不善破产清算，重整旗鼓准备重新上市）	National Oilwell Varco Inc.（跨国石油装备制造巨头：世界上最大的钻井设备制造商，专攻于油服机械部件制造）
	Baker Hughes Company（跨国油服巨头：专研钻井服务，积极发展脱碳技术）	Trican Well Services（国家完井服务企业：加拿大最大的油服公司，专注于为加拿大油田提供水力压裂及固井服务）	Baker Hughes Company（跨国油服巨头：专研钻井服务，积极发展脱碳技术）	Weatherford International PLC（历史跨国油服巨头：以套管固井起家，经营不善破产清算，重整旗鼓准备重新上市）
	China Oilfield Services Limited（国家综合油服公司：钻井平台规模全球第一，固井行业规模全球第三，定向钻井全球第四）	Baker Hughes Company（跨国油服巨头：专研钻井服务，积极发展脱碳技术）	Halliburton Company（跨国油服巨头：固井增产服务起家，专攻北美市场，油气行业石油勘探AI的领导者）	Baker Hughes Company（跨国油服巨头：专研钻井服务，积极发展脱碳技术）

生产测试服务捆绑性强，竞争格局集中。生产测试服务市场集中度高在于生产测试往往与油服行业其他业务硬性绑定，而油服行业总体上属于寡头垄断，因此，生产测试服务也类似于寡头垄断市场；

增产服务和管道运输需求复杂，竞争格局分散。增产服务属于相对独立的业务，与下游关系更加紧密且其市场需求多样性，因此竞争较为充分。管道运输虽然其对于资本的要求相对较高，但由于其技术门槛一般较低、面临地质条件多样且受当地政策部署影响大，因此其市场集中度并不高，并不存在能够掌控市场的寡头。

表：生产测试服务集中度较高，增产服务和管道运输集中度较低

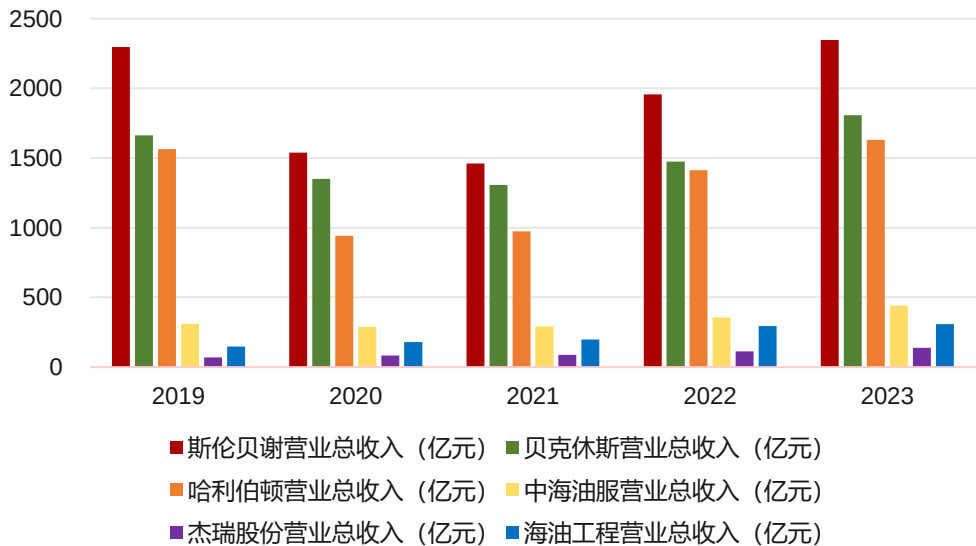
具体板块	生产测试服务	增产服务	管道运输
市场集中度	非常高	低	低
市场主要参与公司	Halliburton Company (跨国油服巨头：固井增产服务起家，专攻北美市场，油气行业石油勘探AI的领导者)	Halliburton Company (跨国油服巨头：固井增产服务起家，专攻北美市场，油气行业石油勘探AI的领导者)	Schlumberger Limited (跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强)
	Schlumberger Limited (跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强)	Chevron Corporation (跨国石化巨头：世界最大的能源公司之一，其有着完善的石油化工全产业链，以其超续航和超强积碳清除能力的燃油添加剂闻名)	Baker Hughes Company (跨国油服巨头：专研钻井服务，积极发展脱碳技术)
	Expro Group (跨国管道服务企业：起家于油井管道设计及安装，21年并购石油钻井企业 Frank's International，油服一体化布局刚刚起步)	Schlumberger Limited (跨国油服巨头：以测井技术闻名，最早提出“油服一体化”理念，抗风险能力在三巨头中最强)	Halliburton Company (跨国油服巨头：固井增产服务起家，专攻北美市场，油气行业石油勘探AI的领导者)
	Baker Hughes Company (跨国油服巨头：专研钻井服务，积极发展脱碳技术)	Baker Hughes Company (跨国油服巨头：专研钻井服务，积极发展脱碳技术)	Weatherford International PLC (历史跨国油服巨头：以套管固井起家，经营不善破产清算，重整旗鼓准备重新上市)
——		TotalEnergies SE (跨国石化巨头：世界最大的能源公司之一，有着完整的石化产业链，以其机油的瞬时响应力和抗氧化能力闻名)	Calfrac Well Services Ltd. (区域性水力压裂巨头：加拿大最大的水力压裂公司，主要在北美和阿根廷开展业务，主营业务为水力压裂和油管服务)

03 中外龙头企业对比：中国企业周期性偏弱，成长性偏强

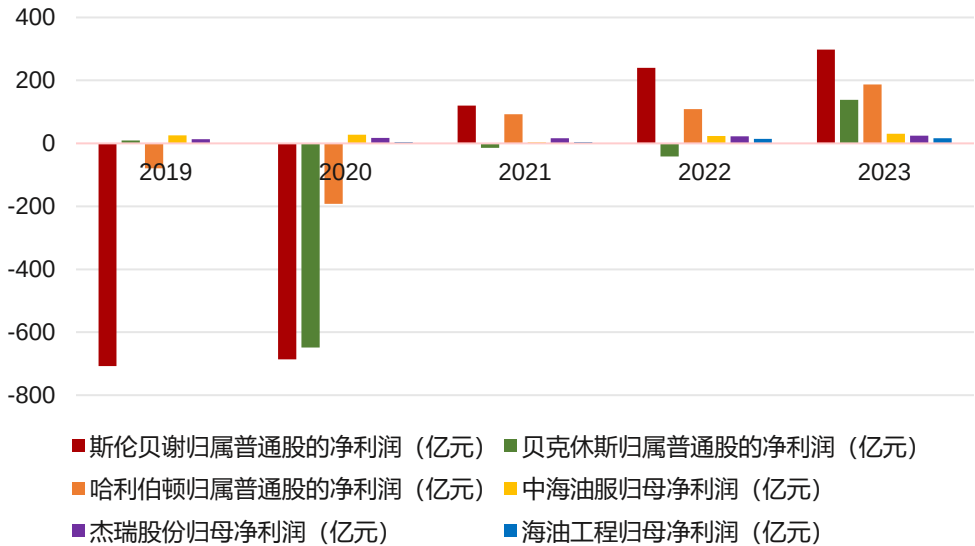
营收端：本轮油服上行周期中外龙头企业均保持增长，中国企业周期性波动较小。从营收规模看，我国龙头企业距离全球龙头仍有较大差距，斯伦贝谢2023年的营收约为中海油服营收的5倍。从营收增速看，2020-2023年油服上行周期中，斯伦贝谢的营业收入CAGR为15%，贝克休斯CAGR为10%，哈利伯顿CAGR为20%，中海油服CAGR为15%，杰瑞股份CAGR为19%，海油工程CAGR为20%，中外企业增速基本保持一致。从营收端周期性看，全球三巨头营收基本和全球油服行业周期保持一致，2020年营收相比2019年均大幅下滑，如斯伦贝谢下滑了28%，但中国企业周期性较弱，海外市场份额的提升带来了一定的成长属性，2020年中海油服营收仅略微下滑7%，而杰瑞股份和海油工程均同比实现增长。

利润端：全球龙头由于持续收并购利润波动较大，中国企业利润波动相对较小。从利润规模看，我国龙头企业利润相比全球龙头相差较大，2023年斯伦归母净利润约为中海油服的10倍。从利润增速看，全球龙头由于持续收并购及周期性较强，利润波动非常大，2020年-2023年，斯伦贝谢归母净利润从-686亿元增长到298亿元，而中国企业由于本土市场稳定性较强及海外市场份额提高，利润波动性较小，2019年-2023年，中海油服归母净利润从25亿元增长到30亿元。

图：中外企业营业总收入均保持增长，中国企业周期性波动较小



图：全球龙头归母净利润波动较大，中国企业波动相对较小

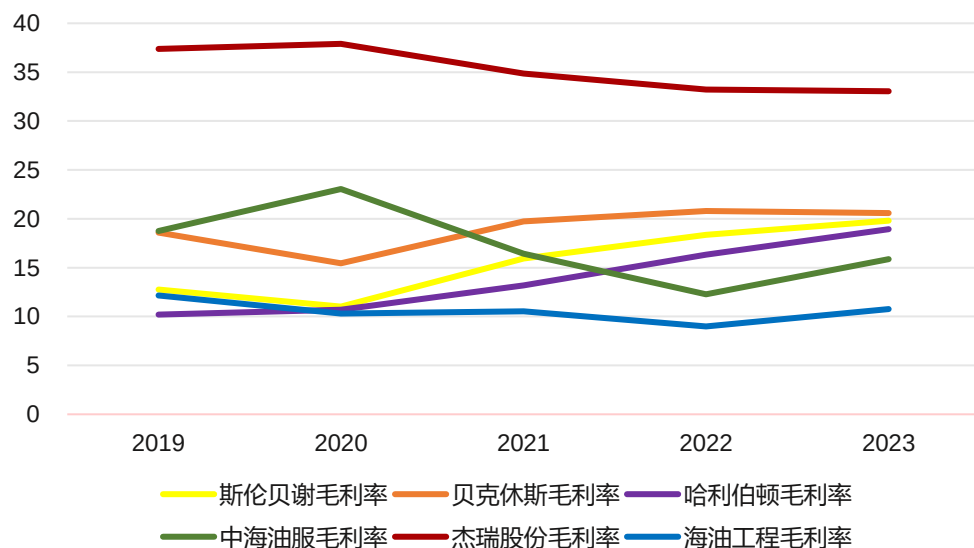


03 中外龙头企业对比：中国企业盈利能力相对稳定

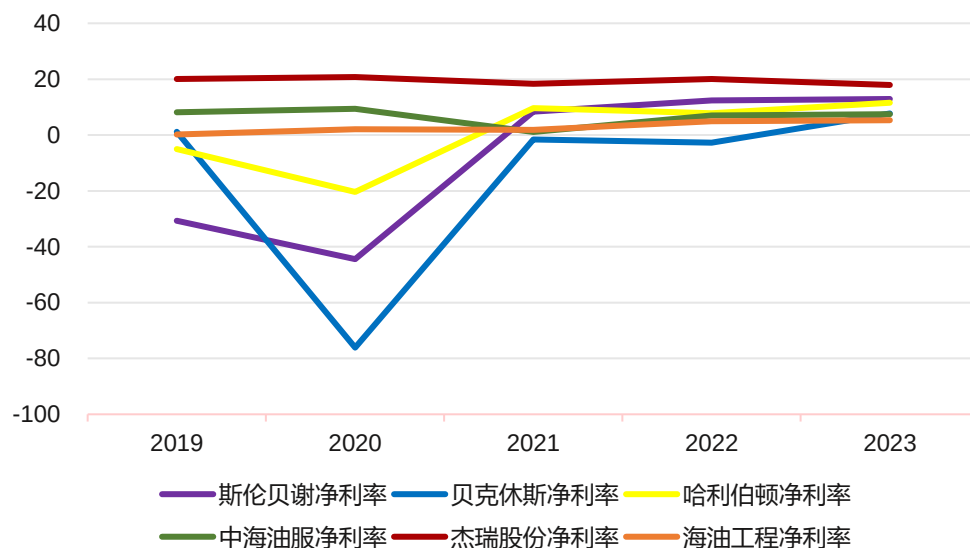
毛利率：毛利率和业务技术壁垒、资产投入关联度较高，海外企业毛利率主要随行业周期波动，中国企业则相对稳定。从绝对值看，由于杰瑞股份主要从事高技术壁垒的细分赛道，如完井服务、电驱压裂设备等，故毛利率最高，2023年为33%，而三巨头重心在高技术、轻资产的油田技术服务板块，故毛利率也相对较高，贝克休斯2023年21%，而中海油服的钻井板块资产较重，故毛利率为16%，海油工程则有较大占比的分包业务，且业务属性偏向工程建造，故2023年毛利率为11%。从波动性看，三巨头毛利率和行业周期高度相关，自2020年油服行业进入上升周期后，三巨头毛利率也持续提升，而除中海油服钻井板块毛利率受油价波动较大外，其余中国企业毛利率均变化不大。

净利率：全球三巨头受收并购拖累净利率大幅波动，中国企业波动相对较小。从绝对值看，由于杰瑞股份毛利率较高，故净利率也相对较高，2023年为18%。从波动性看，由于三巨头收并购较多，净利率被商誉减值严重拖累，波动较大，2020-2023年，斯伦贝谢的净利率从-44.4%上涨到12.9%；贝克休斯的净利率从-76.1%上涨到7.7%；哈利伯顿的净利率从-20.4%上涨到11.6%。而中国企业则波动较小，其中海油工程受提质增效影响，净利率从2020年的2%上升到2023年的5%。

图：三大巨头毛利率上涨减缓，国内油服公司2023年出现上涨趋势



图：油服公司净利率波动总体减小



表：油服行业重点国外公司历史业绩与估值

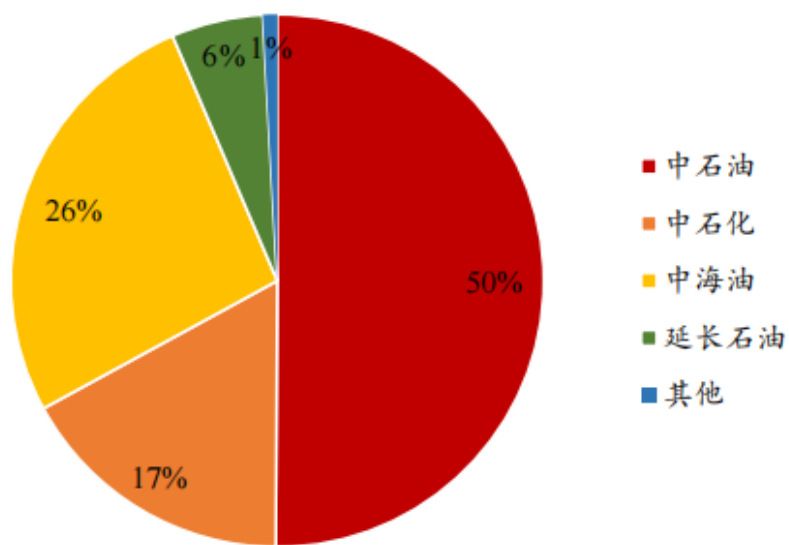
		9.24日市值	归母净利润（亿美元）				PE				PS				PB	ROE（%）
股票代码	股票名	亿美元	2020A	2021A	2022A	2023A	2020A	2021A	2022A	2023A	2020A	2021A	2022A	2023A	MBQ	2023A
PBR.N	巴西石油	3896.3	11.4	198.8	366.2	248.8	-7.1	35.8	1.3	-0.6	0.6	0.8	0.4	-0.2	0.7	31.7
FTI.N	德希尼布福默诗	839.7	-32.9	0.1	-1.1	0.6	-0.8	20.6	-24.1	-53.8	0.3	0.2	0.8	1.2	2.9	1.8
SLB.N	斯伦贝谢	4302.9	-105.2	18.8	34.4	42.0	-2.9	25.4	25.5	17.8	1.2	1.9	2.9	2.3	3.8	20.8
HAL.N	哈里伯顿	1865.6	-29.5	14.6	15.7	26.4	-3.8	51.4	20.5	12.3	1.0	1.4	1.9	1.4	3.5	28.1
BKR.O	贝克休斯	2545.5	-99.4	-2.2	-6.0	19.4	-2.1	178.2	-60.8	20.4	1.0	1.2	1.4	1.4	2.3	13.1
VAL.N	Valaris Plc	292.0	-48.6	—	1.8	8.7	—	-1.0	1.4	84.2	—	2.1	3.9	2.9	4.2	24.1
RIG.N	Transocean	282.1	-5.7	-5.9	-6.2	-9.5	-2.5	15.1	-5.2	-5.1	0.4	0.7	1.3	1.9	0.5	-9.2
5E2.SG	Seatrium	324.1	-5.8	-11.7	-2.6	—	-13.1	-18.8	-3.7	—	0.6	0.9	2.2	—	—	—

表：油服行业重点国内公司盈利预测与估值

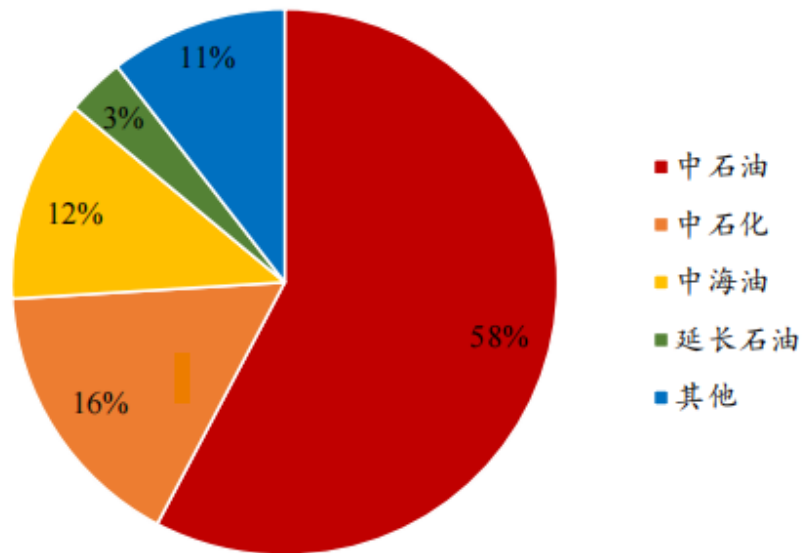
		9.24日市值	归母净利润（亿元）				PE				PS				PB	ROE（%）
股票代码	股票名	亿元	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	MBQ	2023A
002353.SZ	杰瑞股份	303.1	24.5	27.2	32.1	36.6	11.7	11.1	9.5	8.3	2.5	2.0	1.8	2.1	1.8	12.7
000852.SZ	石化机械	51.2	0.9	1.5	2.4	3.4	63.9	35.0	21.1	15.3	0.8	0.6	0.5	0.1	1.7	3.1
603727.SH	博迈科	27.4	-0.8	1.2	2.6	3.9	-46.8	23.1	10.4	7.0	1.1	1.0	0.7	0.2	1.2	-2.4
601808.SH	中海油服	663.3	30.1	37.6	46.0	54.8	23.2	17.6	14.4	12.1	2.0	1.3	1.2	0.6	1.9	7.2
600871.SH	石化油服	337.8	5.9	9.1	11.7	14.1	59.0	37.3	28.9	24.0	0.5	0.4	0.4	0.0	3.9	7.3
603619.SH	中曼石油	85.9	8.1	10.9	13.6	16.0	9.1	7.9	6.3	5.4	2.4	1.9	1.5	1.6	3.4	30.8
600583.SH	海油工程	226.4	16.2	19.7	22.8	26.1	16.2	11.5	9.9	8.7	0.9	0.7	0.6	0.4	1.0	6.5
600339.SH	中油工程	169.7	7.5	8.4	9.9	10.8	22.7	20.1	17.2	15.7	0.2	0.2	0.2	0.1	0.7	2.9
600968.SH	海油发展	412.7	30.8	36.5	41.0	46.2	9.4	11.3	10.1	8.9	0.6	0.8	0.7	0.3	1.7	12.5

下游油气行业具有高度垄断性，进而导致油服行业格局集中。2023 年，“三桶油”原油总产量为 2.0 亿吨，约占全国总产量 93%，加上延长石油约占全国产量的 99%；2023 年“三桶油”天然气总产量为 2000 亿立方米，约占全国总产量 86%，加上延长石油约占全国产量的 89%；油气行业垄断格局明显，而“三桶油”往往有自己的油服子公司，因此导致我国油服行业格局集中，其中国有企业占据了绝大多数市场份额，大约为 85%，而民营企业和外资企业分别仅占剩余市场份额的10%和 5%。

图：2023年“四桶油”垄断了全国99%的原油产量

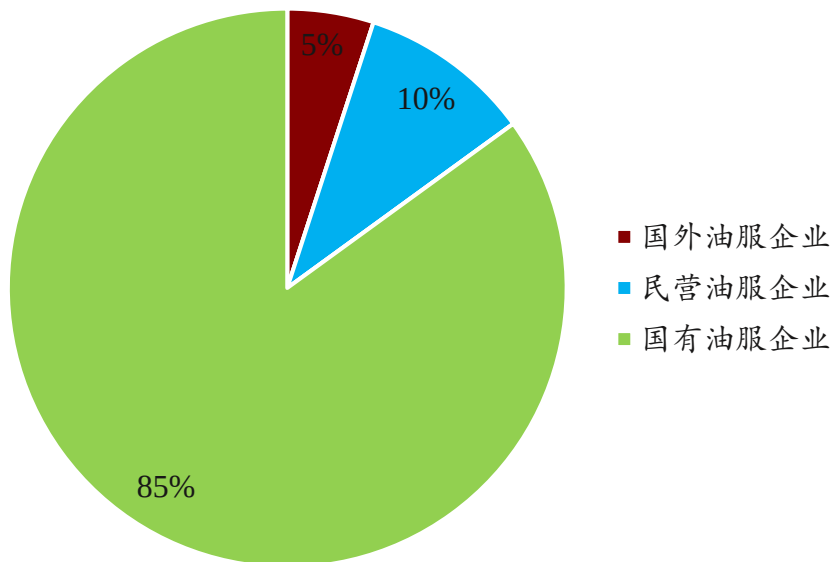


图：2023年“四桶油”垄断了全国89%的天然气产量



国有企业以“三桶油”子公司为主，民营企业较为分散。油服行业中的国有企业主要为“三桶油”旗下以油服板块为主的综合性国有油服公司，相对集中。民营企业可进一步分为提供综合一体化钻井技术服务的民营油服公司，如中曼石油、杰瑞股份、贝肯能源等，以及在油服各细分领域提供专业化配套服务的中小油服公司，如通源石油、潜能恒信、惠博普等，相对分散。而外资油服公司虽然在技术上仍然领先，但其高昂的价格限制了它们在中国市场的发展，因此它们主要将战略重点放在海外市场。

图：国内油服行业国企占据85%市场份额，民营和外企分别为10%和5%

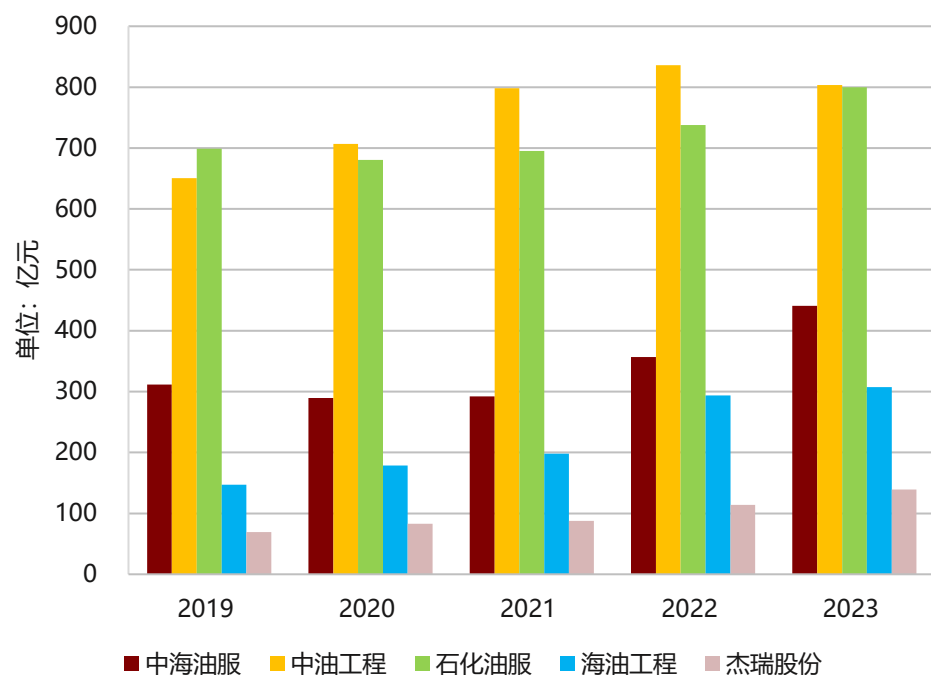


表：油服行业以“三桶油”下属国企为主

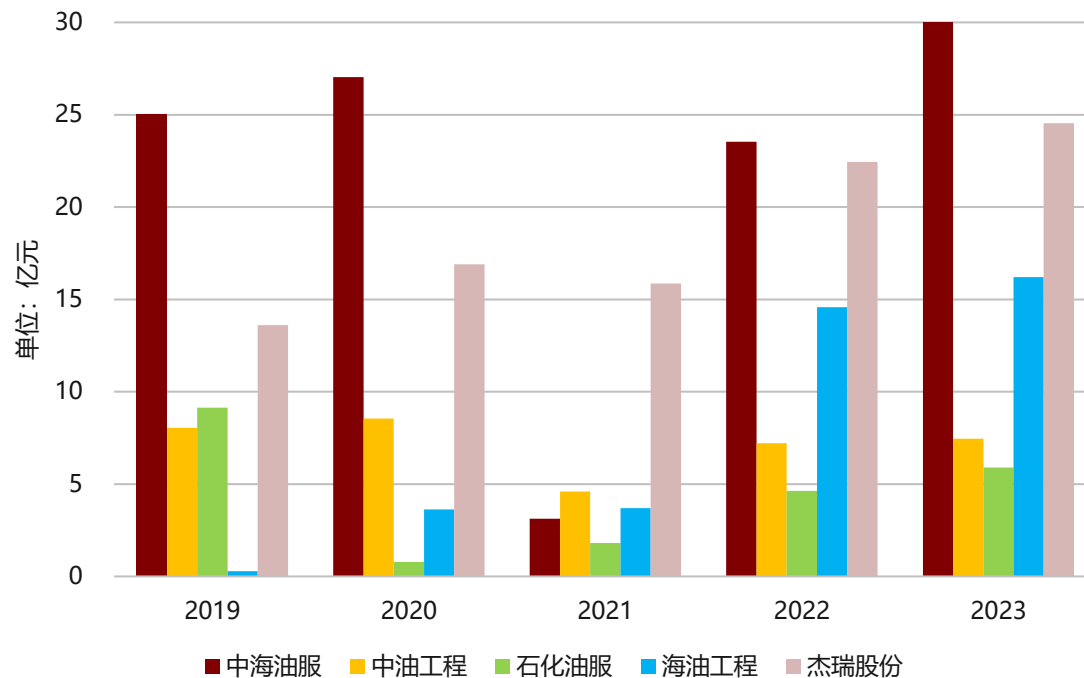
公司	介绍
东方地球物探	中石油旗下全球物探行业唯一的全产业链技术服务公司
五大钻探公司	中石油旗下五大钻探公司，分别为渤海钻探、大庆钻探、长城钻探、川庆钻探及西部钻探，中国油气工程技术服务领域的佼佼者
中油测井	中国石油天然气集团公司独资的测井专业化技术公司
中油工程	中国石油天然气集团公司控股的大型油气工程综合服务商
石化油服	中石化控股的中国大型的综合油气工程与技术服务专业公司，是中国一体化全产业链油服领先者
石化机械	中国石化集团公司唯一的油气装备研发制造服务中心
中海油服	中国近海最具规模的油田服务供应商，也是亚洲地区功能最全、服务链最完整、最具综合性的海上油田服务公司
海油工程	是国内唯一集海洋油气开发工程设计、建造和海上安装、调试工程等为一体的大型工程总承包公司

“三桶油”旗下国企营收规模更大，杰瑞股份和中海油服利润规模更高。营收端，受益于“三桶油”的垄断性地位，其旗下国企营收规模优势明显，民营企业营收规模较小，石化油服、中海油服受周期影响增速较快，中油工程、杰瑞股份受周期影响较小，营收始终稳中有增。**利润端**，中海油服、海油工程、石化油服受周期影响波动较大，中油工程、杰瑞股份相对稳健。

图：国内主要油服公司营收均有所增长

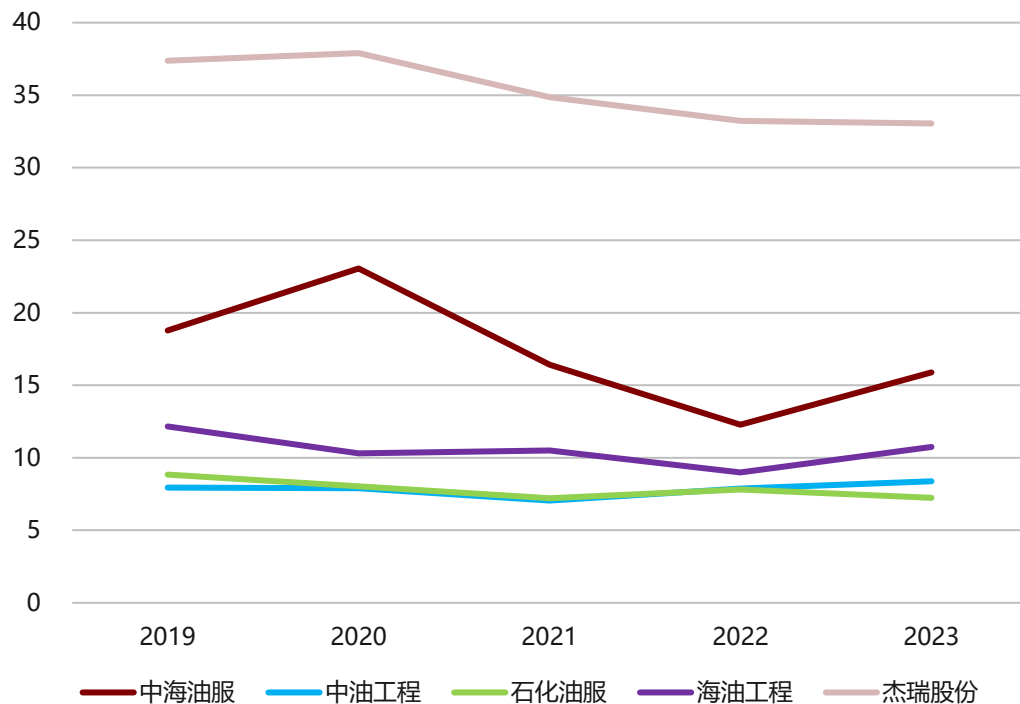


图：国内主要油服公司归母净利润波动较大

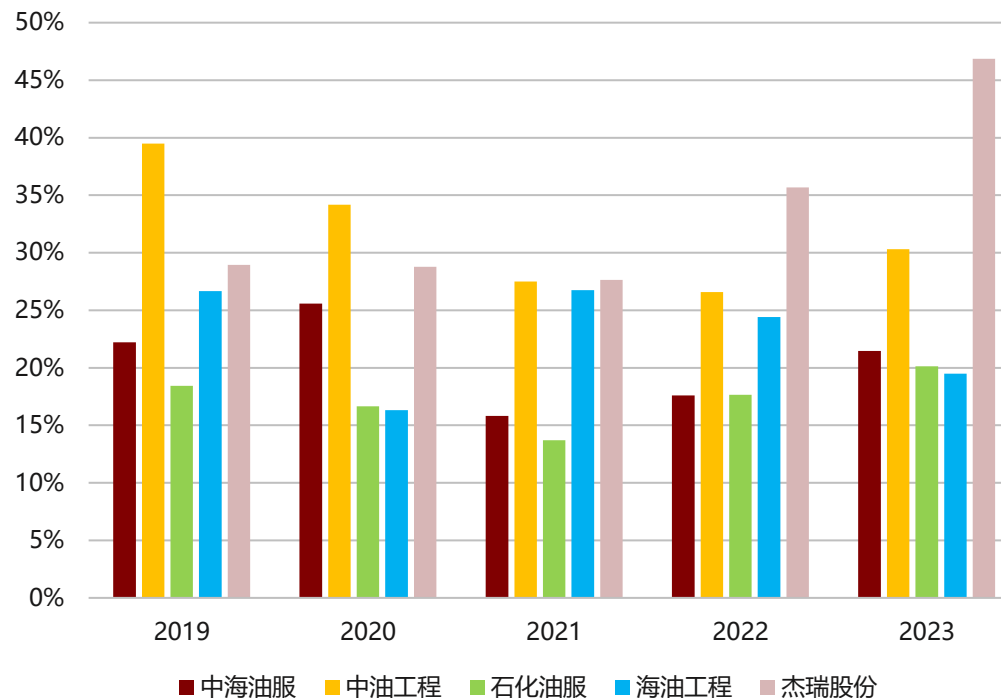


杰瑞股份和中海油服盈利能力较优，中油工程和杰瑞股份海外业务占比更高。盈利能力端，杰瑞股份和中海油服表现较好，但波动性相对较大，石化油服、海油工程、中油工程毛利率波动相对较小。业务分布端，中油工程和杰瑞股份海外业务占比更高，因此二者业绩稳定性更高，受周期影响更小，但五家公司海外业务均处于上升趋势。

图：国内主要油服公司毛利率相对平稳

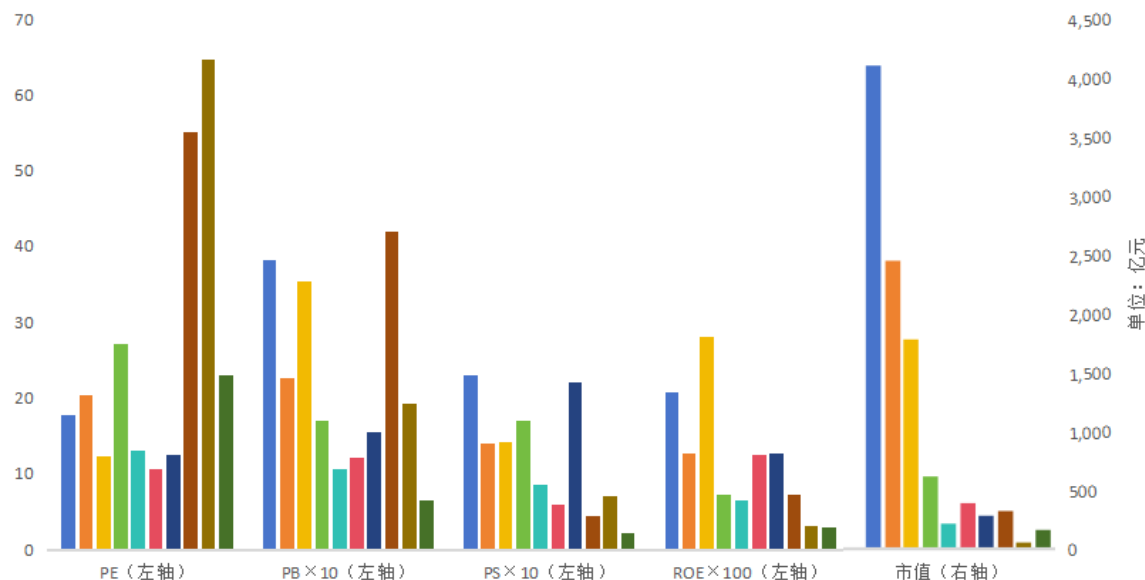


图：国内主要油服公司海外营收占比



从估值角度看，由于全球油服三巨头利润波动较大，2023年其净利润为高点，故PE普遍较低，而三巨头普遍从事轻资产、高附加值的油田技术服务，故其ROE和PB较高。从PE（TTM）来看，从高到低为：石化机械、石化油服、中海油服、中油工程、贝克休斯、斯伦贝谢、海油工程、杰瑞股份、哈利伯顿、海油发展，分别为：65、55、27、23、20、18、13、12、12、11；从PB（MRQ）来看，从高到低为：石化油服、斯伦贝谢、哈利伯顿、贝克休斯、石化机械、中海油服、杰瑞股份、海油发展、海油工程、中油工程，分别为：4.2、3.8、3.5、2.3、1.9、1.7、1.6、1.2、1.1、0.7；从PS来看，从高到低为：斯伦贝谢、杰瑞股份、中海油服、哈利伯顿、贝克休斯、海油工程、石化机械、海油发展、石化油服、中油工程，分别为：2.3、2.2、1.7、1.4、1.4、0.9、0.7、0.6、0.4、0.2；从ROE（根据2023年计算）来看，从高到低为：哈利伯顿、斯伦贝谢、杰瑞股份、贝克休斯、海油发展、石化油服、中海油服、海油工程、石化机械、中油工程，分别为：28.1%、20.8%、12.7%、12.6%、12.5%、7.3%、7.2%、6.5%、3.1%、2.9%；从市值来看，从高到低为：斯伦贝谢、贝克休斯、哈利伯顿、中海油服、海油发展、石化油服、杰瑞股份、海油工程、中油工程、石化机械，分别为：4254、2529、1838、637、391、326、290、214、160、49亿元。

图：全球三巨头ROE、PB较高，中国企业PE较高（数据截至9月22日）



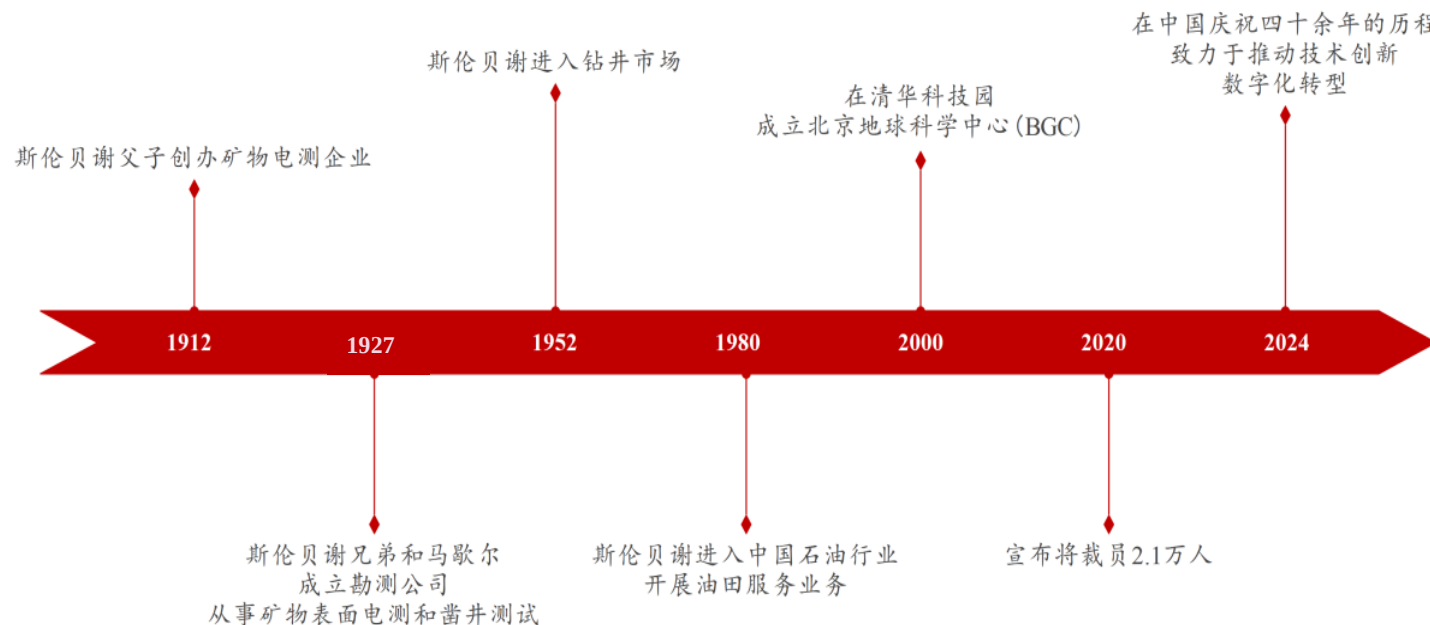
04

关注标的：国企主导行业，民营企业各有千秋

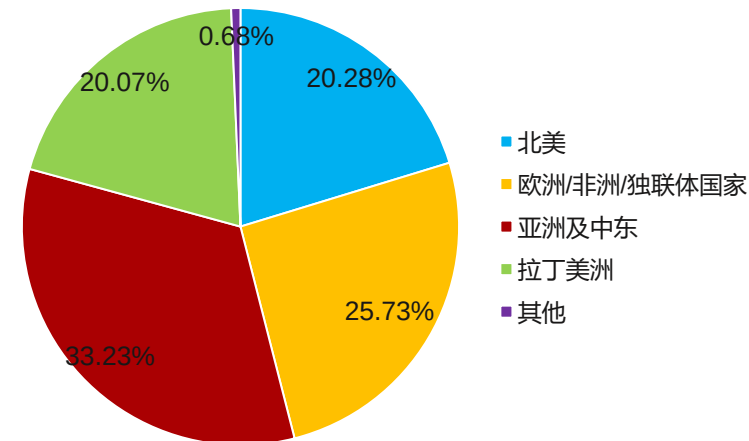
04 斯伦贝谢：全球油田服务行业龙头，业绩重回上升通道

全球油田服务行业龙头，通过战略并购稳固龙头地位。斯伦贝谢成立于1927年，由康拉德·斯伦贝谢和马塞尔·斯伦贝谢兄弟在法国创立。起初，公司专注于为石油和天然气行业提供电气测井服务。随着技术的进步和业务的扩展，斯伦贝谢逐渐发展成为提供综合油田服务的国际公司。在20世纪中叶，斯伦贝谢通过技术创新和全球扩张，确立了其在油田服务行业的领导地位，进入21世纪，斯伦贝谢继续通过战略并购、技术创新和数字化转型来加强其在全球油田服务市场的竞争力，目前亚洲及中东成为斯伦贝谢最大的营收来源，占总营收的33%，其次为欧洲/非洲/独联体国家，占比26%。

图：斯伦贝谢发展历程图



图：2023年斯伦贝谢全球化布局成功

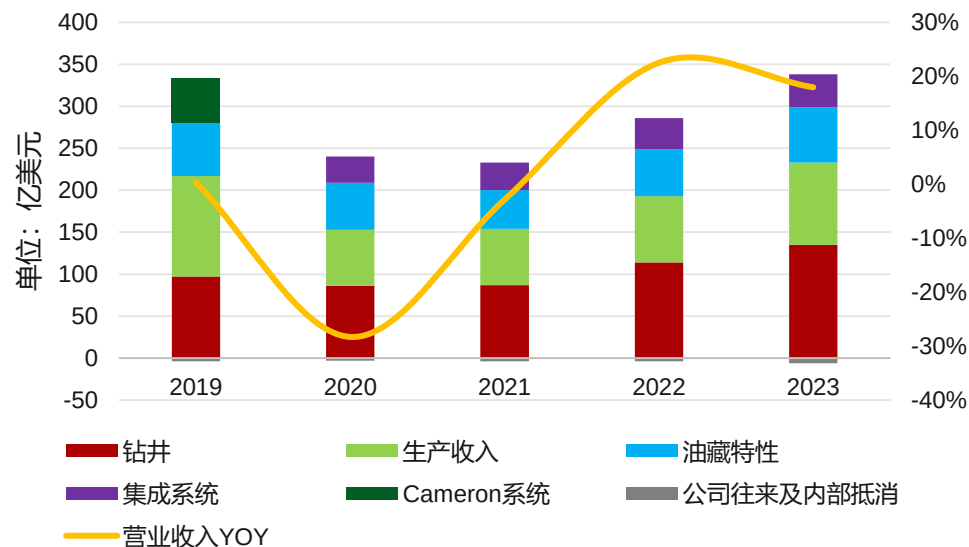


04 斯伦贝谢：全球油田服务行业龙头，业绩重回上升通道

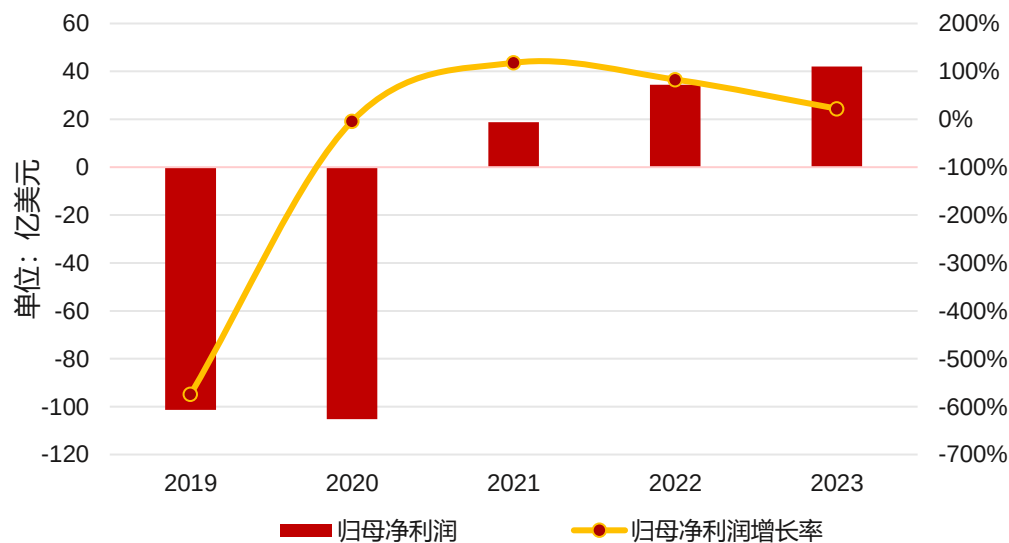
公司营收受油价等因素影响较大。受到油价下行和公共卫生事件的双重压力，斯伦贝谢的营业收入自2019-2021年持续下滑，但随着原油价格快速爬升，公司营收2022年重回上升通道，2022年回升至280.9亿美元，同比增长22.5%，2023年营业额达到331.4亿美元，同比增长18.0%，营业收入稳步提升。分业务看，公司几大业务占比基本维持稳定，数字与一体化的盈利能力高于其他分业务其中，钻井业务占比自2019年不断提高，从30%增长到2023年的41%。

公司利润端受资产重组波动较大。公司归母净利润波动较大，主要受行业周期影响和资产重组双重影响，2019年，公司归母净利润由盈转亏，为-101.4亿美元，随着油价抬升，2021年归母净利润回升至18.8亿美元，实现扭亏为盈，2022年达到34.4亿美元，同比上升82.9%，2023年达到42.0亿美元，上升22.1%。斯伦贝谢在加强核心测井业务的同时，通过收并购扩大业务范围。油服行业的资本密集特性，加上斯伦贝谢明智的战略决策，助力公司持续发展壮大。

图：斯伦贝谢营业收入自2021年不断增长

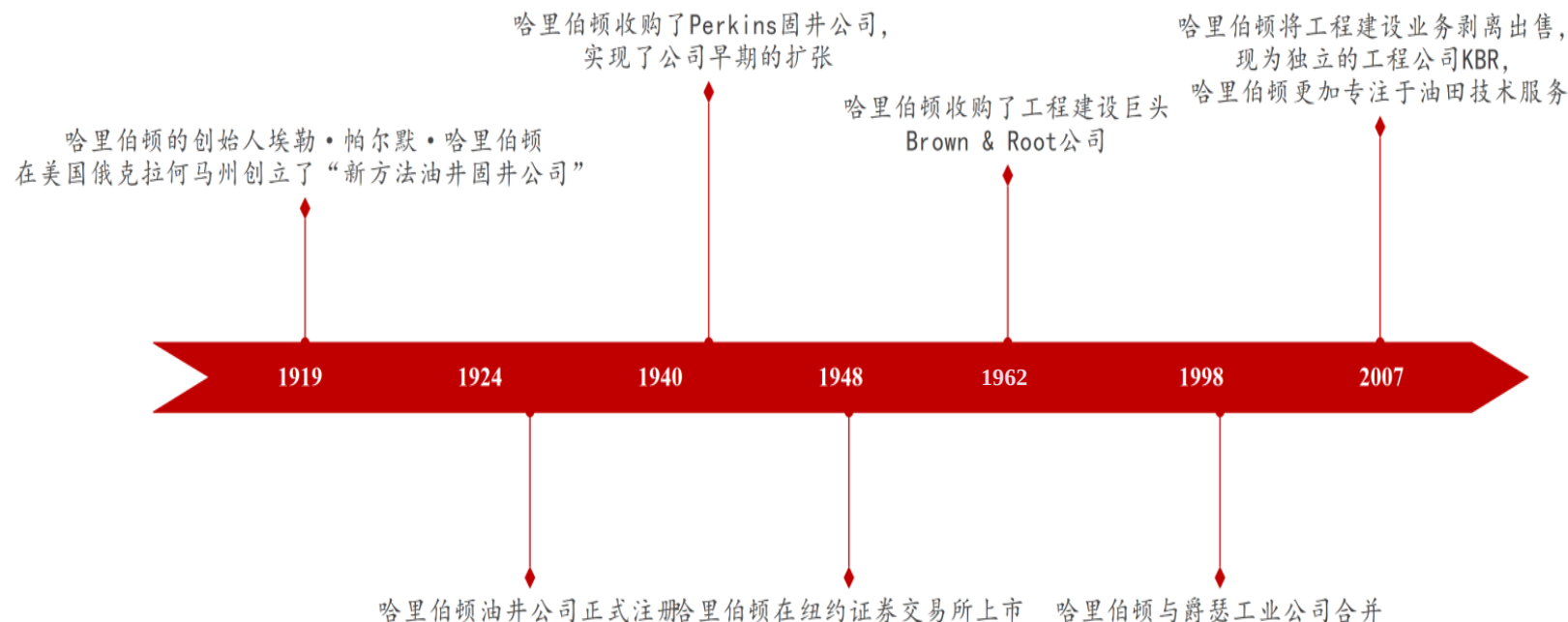


图：斯伦贝谢归母净利润自2021年不断修复

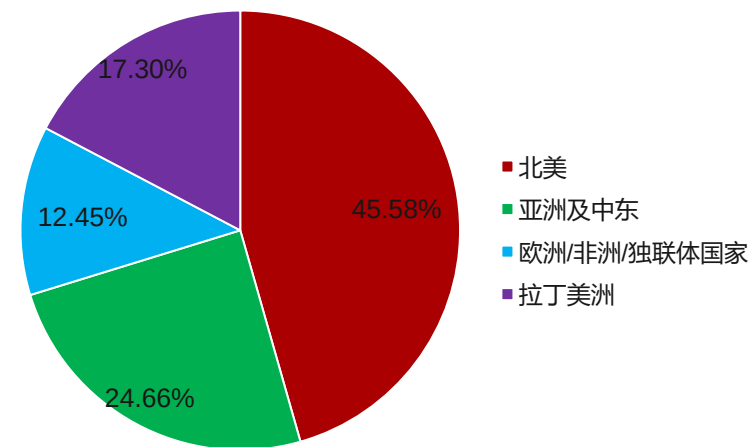


哈利伯顿以测井起家，通过收并购成为全球重要油服企业。哈利伯顿公司成立于1919年，创始人埃勒·帕尔默·哈利伯顿凭借创新的固井技术，迅速扩大了公司规模。哈利伯顿在20世纪中叶通过技术创新和战略并购，如1948年上市和1960年收购Brown & Root公司，不断拓展业务范围和市场。进入21世纪，哈利伯顿继续通过并购和技术革新，例如与爵瑟工业公司的合并，加强了其在油田服务领域的领导地位。面对行业变革，哈利伯顿聚焦于非常规油气资源、成熟油田、深水及超深水领域的服务，并积极推进数字化转型，致力于为客户提供高效、安全、环保的油田技术服务，实现可持续发展。哈利伯顿本土业务占比较高，北美地区占到总营收的约46%。

图：哈利伯顿发展历程图



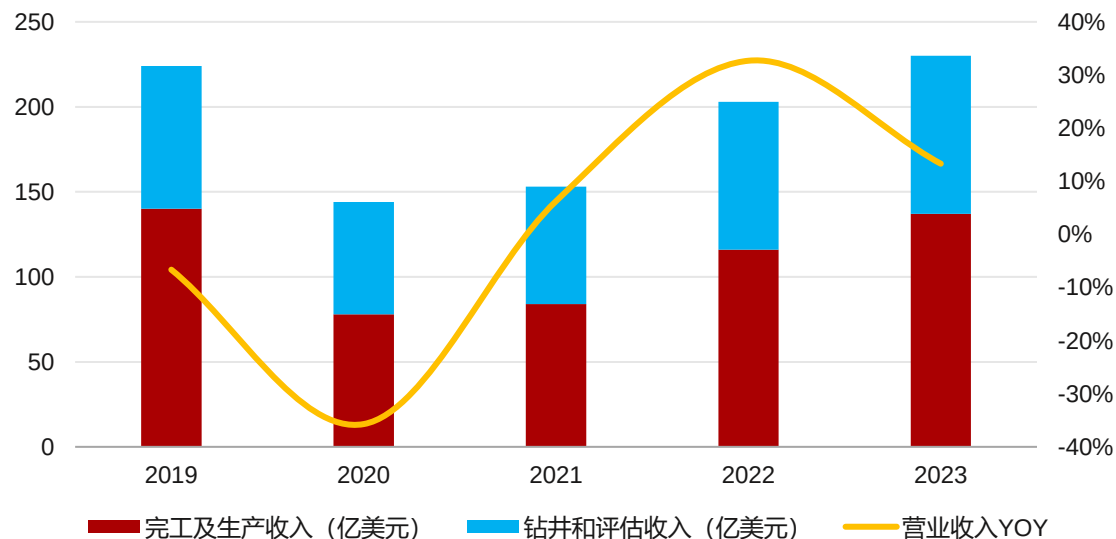
图：2023年哈利伯顿本土业务占比较高



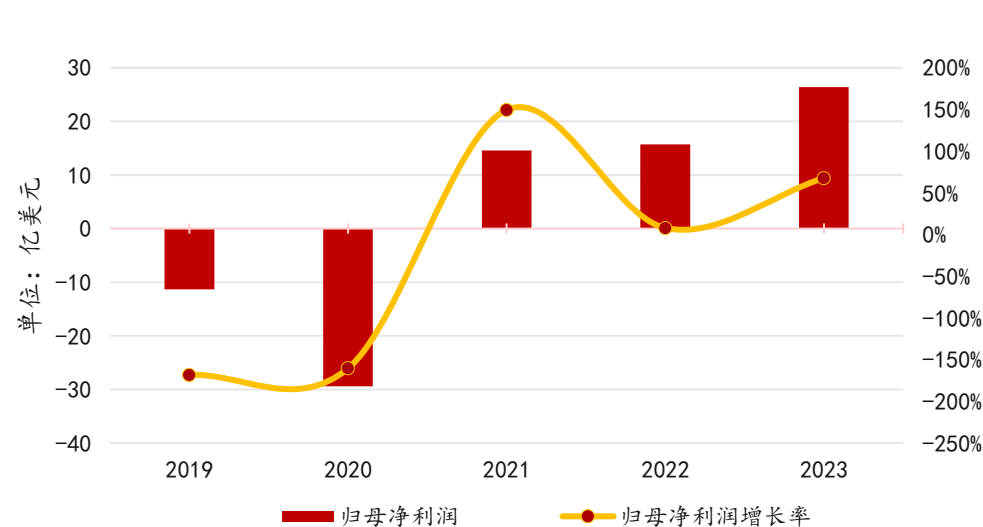
公司营收受油价等因素影响较大。受到油价下行和公共卫生事件的双重压力，哈利伯顿的营业收入自2018-2020年持续下滑，但随着原油价格快速爬升，公司营收2021年重回上升通道，2021年回升至152.95亿美元，同比增长5.9%，2023年营业额达到230.2亿美元，同比增长13.4%，营业收入稳步提升。哈利伯顿公司业务分为两大部分，分别是完井和生产、钻井和评估，两块业务占比接近，且基本保持稳定。

公司利润端受资产重组波动更大。公司归母净利润波动较大，主要受行业周期影响和资产重组双重影响，2019年，公司归母净利润由盈转亏，为-11.3亿美元，随着油价抬升，2021年归母净利润回升至14.6亿美元，实现扭亏为盈，2022年达到15.7亿美元，同比上升7.9%，2023年达到26.4亿美元，上升67.8%。

图：哈利伯顿营业自2021年不断增长

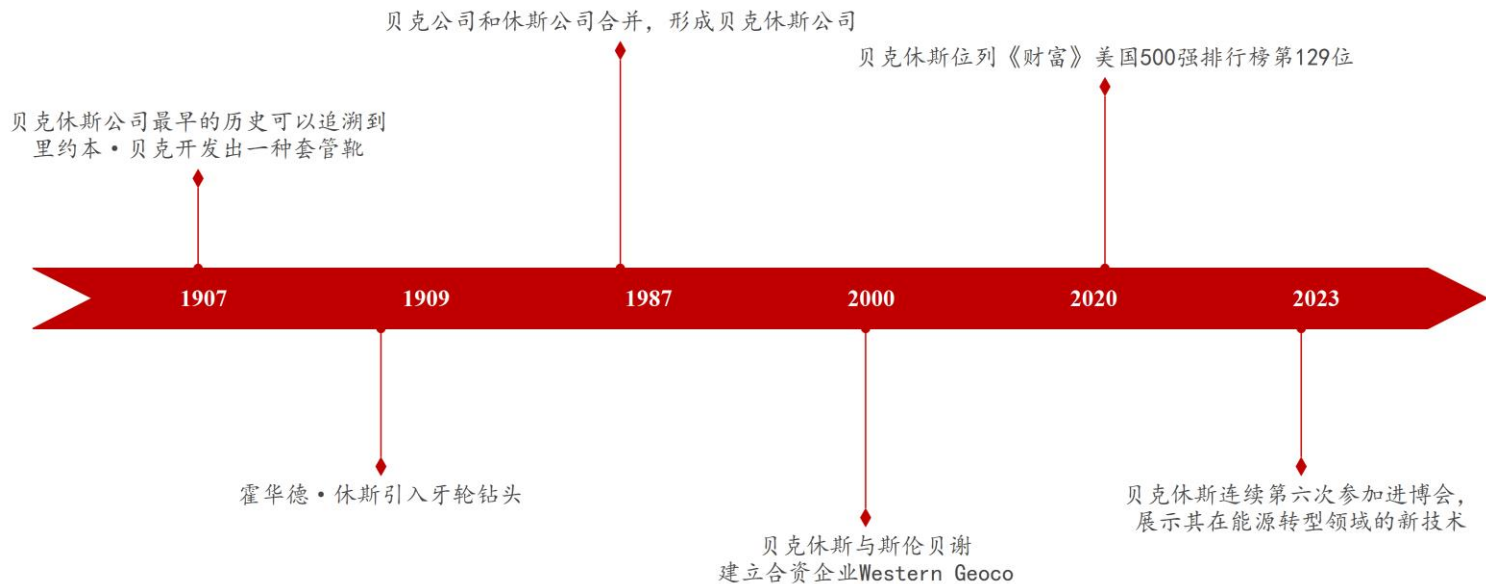


图：哈利伯顿归母净利润自2021年不断修复

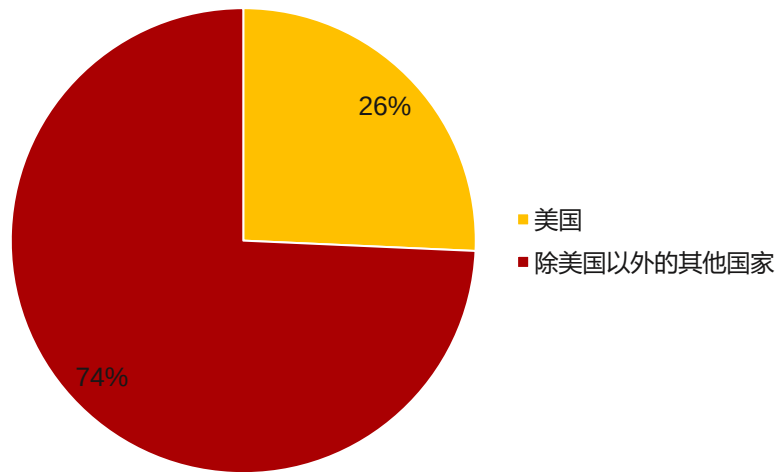


公司作为全球寡头油服之一，由钻井起家向多元化布局。贝克休斯公司（Baker Hughes）成立于1907年，由赫尔曼·贝克创立，最初专注于钻井技术的发展。随着时间的推移，贝克休斯通过一系列技术创新和战略性收购，凭借开发先进的钻井设备和油田服务技术，确立了其在油田服务领域的领导地位。2017年公司与通用电气的油气业务部门合并，成立了“贝克休斯、通用电气子公司”，简称“新贝克休斯”。这一合并使新贝克休斯成为行业内首家提供从海底到云端的全方位油田产品、服务和数字化解决方案的油服公司，覆盖整个油气产业链的上游到下游。

图：贝克休斯发展历程图



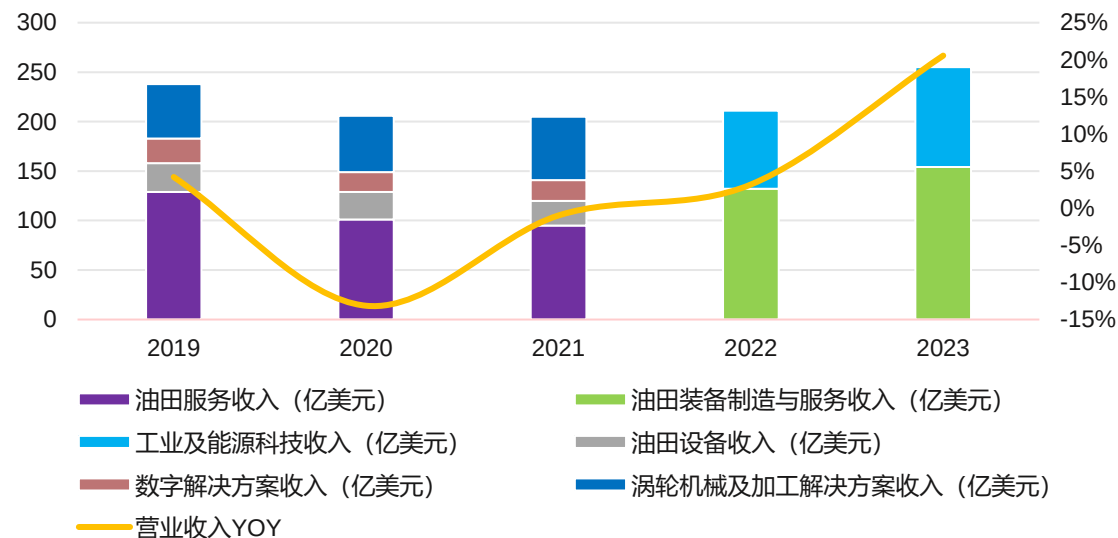
图：2023年贝克休斯海外业务占比较高



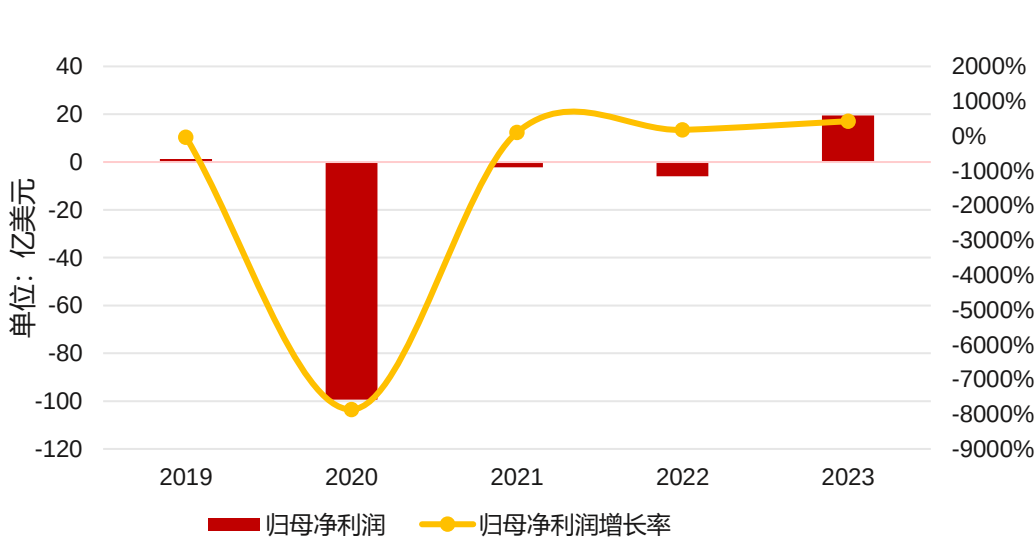
公司营收周期性波动较小，当前业绩逐步修复。由于贝克休斯除油田服务外还具有工业能源与技术板块，业务多样性较强，故业绩周期性相比另外两家全球油服巨头周期性较弱。营收端，受到油价下行和公共卫生事件的双重压力，贝克休斯的营业收入自2019-2021年持续下滑，但随着原油价格快速爬升，公司营收2022年重回上升通道，2022年回升至211.6亿美元，同比增长3.2%，2023年营业额达到255.1亿美元，同比增长20.6%，营业收入稳步提升。分业务看，油田服务与设备为公司第一大板块，占比超过一半，2023年为60%，工业能源与技术为次之，2023年占比为40%，二者占比基本保持稳定，工业能源与技术的毛利率较高，且周期性波动较小。

由于受到收并购拖累，公司净利润表现较差。尤其是2020年由于大额的商誉减值导致公司发生了巨额亏损，亏损接近百亿美元，随着公司剥离不良资产与油服行业景气度上行，公司利润持续修复，于2023年扭亏为盈，达到19.4亿美元。

图：贝克休斯营业收入波动较小

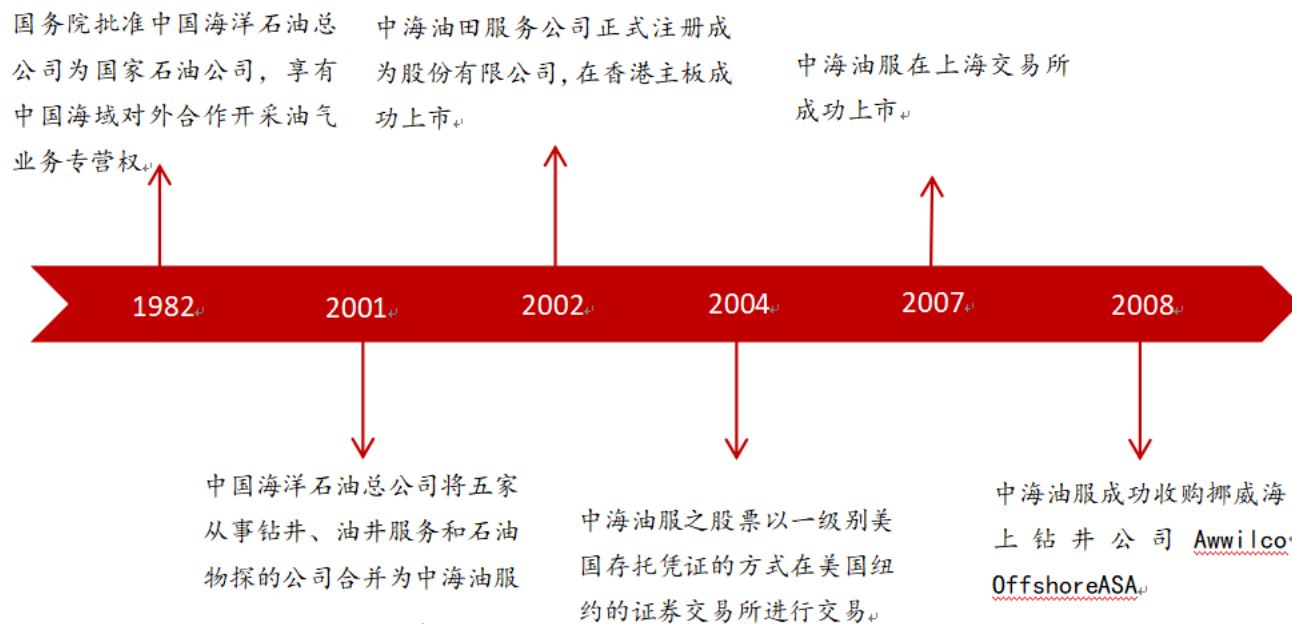


图：贝克休斯归母净利润主要受重组影响

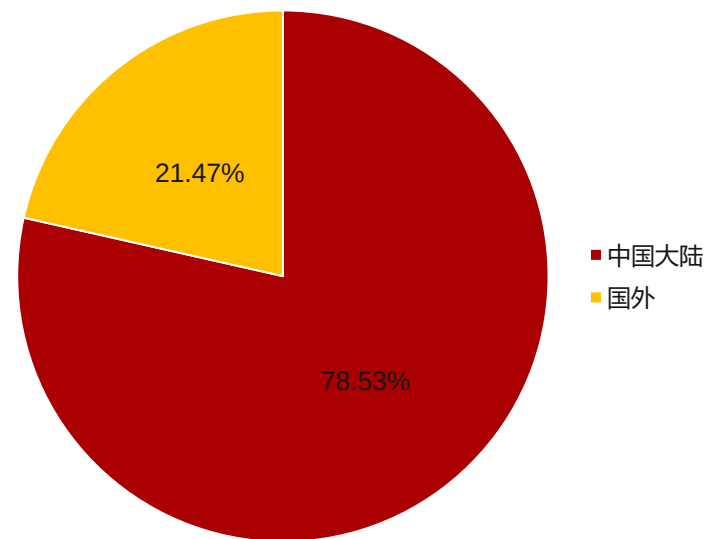


中海油田服务股份有限公司是全球较具规模的综合型油田服务供应商，同时也是背靠中海油的国内海上油服龙头。公司既可以为客户提供单一业务的作业服务，也可以为客户提供一体化整装总承包作业服务，服务贯穿海上石油及天然气勘探、发掘及生产的各个阶段。从地域看，公司业务涵盖中国海域，并拓展至亚太、中东、美洲、欧洲、非洲、远东六大区域，覆盖全球40多个国家和地区。中海油作为公司控股股东，始终作为公司主要收入来源，占比近三年均保持在80%以上，但随着公司海外业务拓展，占比有所下滑。在国内保障能源安全战略下，中海油资本开支稳步上升，稳固公司基本盘；另一方面，海外业务有望成为公司新的增长极，2023年海外营收占总营收的21%。

图：中海油服发展历程图



图：2023年中海油服海外业务占比为21%

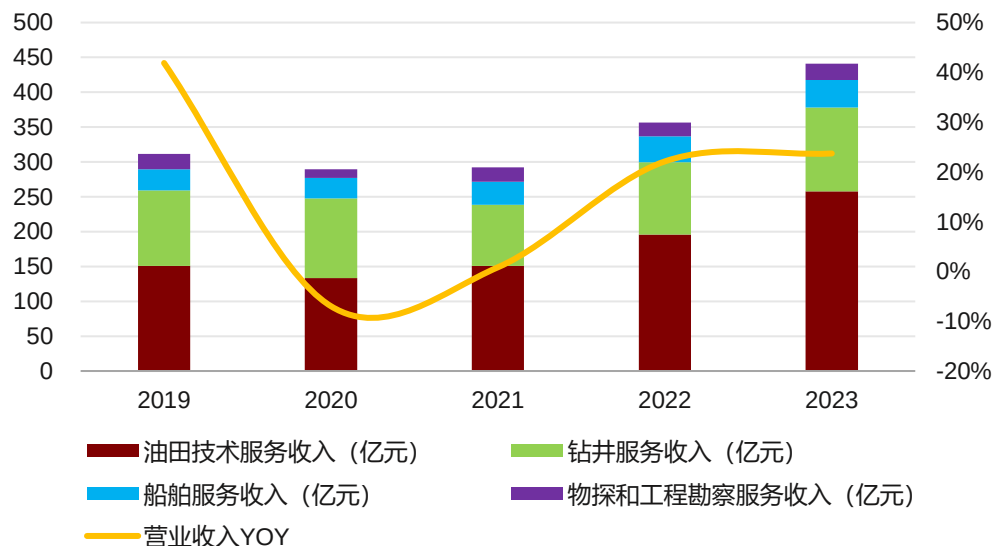




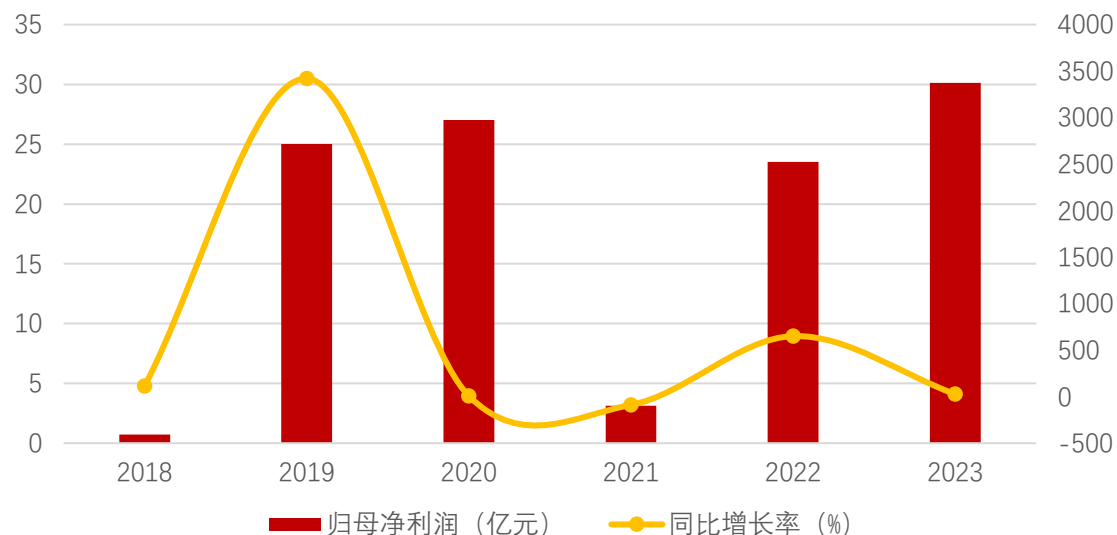
受益于国际油价重回高位及中海油自2018年开始增储上产，中海油服近年来营收基本保持稳中有增。2023年公司营业收入为441亿元，同比增长24%，2018年-2023年营业收入CAGR约为15%。分业务来看，公司油田技术服务业务占比逐渐扩大，成为主要利润贡献板块。钻井业务板块为重资产业务，具有经营杠杆大、业绩弹性大、受油价波动影响明显等特征，油田技术服务为轻资产业务，盈利能力相对稳定；在国际油价波动加剧的背景下，中海油服在2016年调整战略目标与发展方向，着手完成由重资产向轻资产转型任务。2017年及之前钻井业务为公司第一大业务，2017年占比38.5%，2023年下降至27.4%。

公司重资产属性凸显，归母净利润相对营收波动较大。由于此前公司重资产属性明显，因此利润受油价影响较大，叠加公共卫生事件因素，2021年公司装备使用率下降导致大额计提资产减值。公司2022年归母净利润逐渐恢复此前水平，同时公司开始转型轻资产业务，2023年公司的归母净利润为30.1亿元，同比增长27.8%，业绩重回上升通道。

图：中海油服营收稳中有增



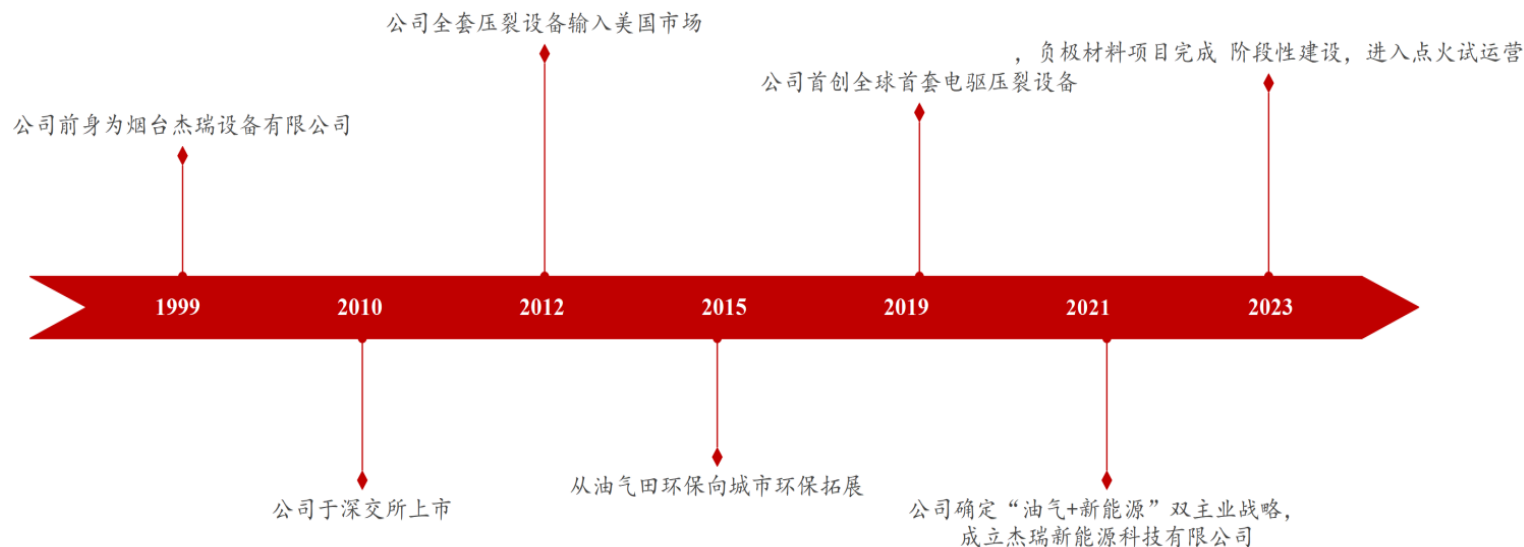
图：中海油服归母净利润波动较大



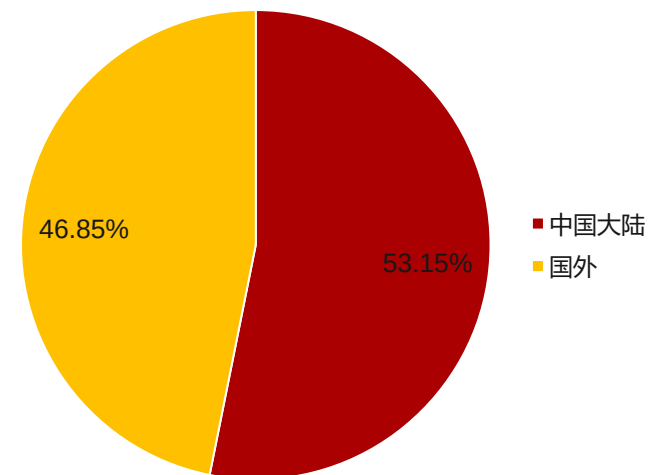
04 杰瑞股份：国内民营油服企业龙头，海外市场快速拓展

杰瑞股份是全球领先的油气装备龙头制造商，覆盖高端装备制造、油气工程及油气田技术服务、环境治理、新能源等领域。公司能向客户提供全套油田开发解决方案，并基于非常规能源开发不断推出尖端产品，凭借高技术壁垒在海外市场持续突破。公司初创于1999年，从采矿配件销售进军油田固压设备的研发制造，进军油田服务和天然气装备制造领域。2012年，公司全套压裂设备输入美国市场，成为国内首家为北美页岩气压裂提供全套压裂车组的油田设备制造商。2015年，公司在国际油价回落时布局多元化产业，从油气田环保向城市环保拓展。2019年，公司首创全球首套电驱压裂设备，推进非常规能源特别是页岩气在复杂地理环境下的大规模开采利用。2021年，公司确定“油气+新能源”双主业战略，成立杰瑞新能源科技有限公司，进军锂离子电池负极材料领域。2023年，负极材料项目完成阶段性建设，进入点火试运营。

图：杰瑞股份发展历程图



图：2023年杰瑞股份业务海外业务占比为47%

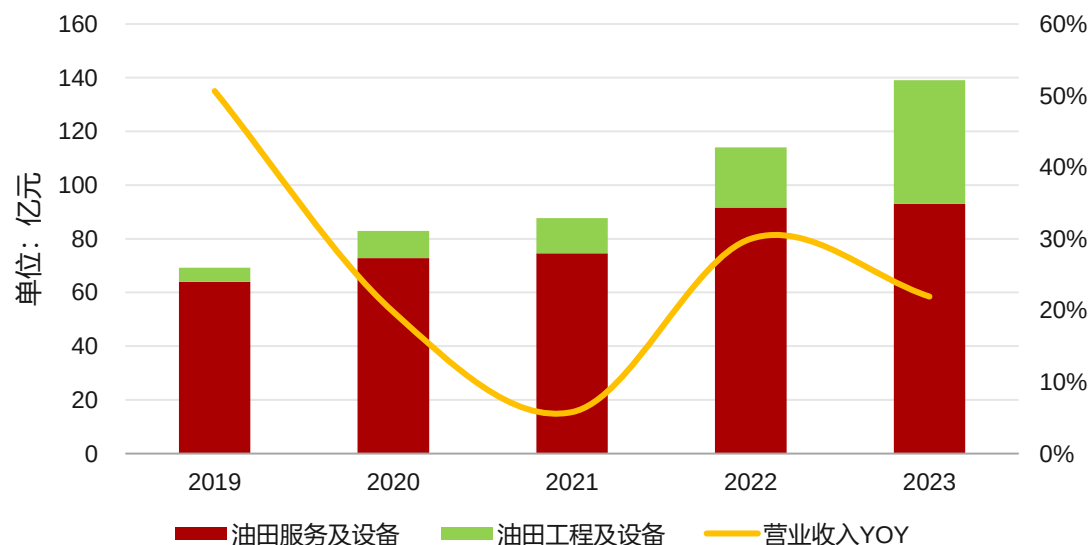


04 杰瑞股份：国内民营油服企业龙头，海外市场快速拓展

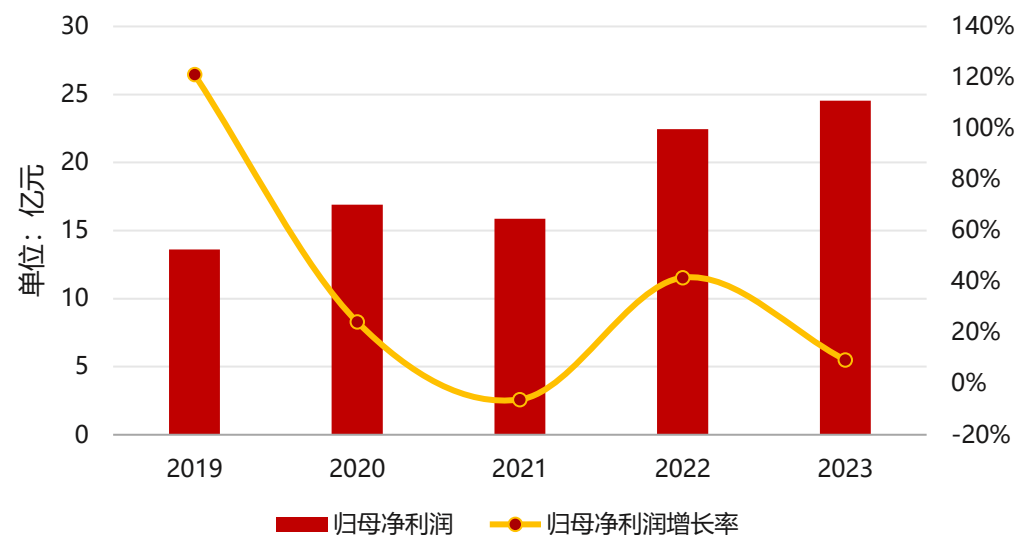
2017-2023年，公司营收、归母净利润复合增速达28%、82%。在能源安全政策的背景下，受益于国内非常规油气田开发需求，压裂设备行业景气度提升，公司营收稳步增长，由2017年的31.9亿元增长至2023年的139.1亿元，2023年同比增长22%，2017-2023年CAGR达28%；2023年公司归母净利润达24.5亿元创历史新高，同比增长9.3%。2017-2023年CAGR达82%。

国内非常规油气开采提速，海外压裂设备更新市场快速打开。作为中国油服市场的民营企业龙头，杰瑞股份的产品和服务深受国内外市场认可，国内市场受益于“三桶油”资本开支快速提升与非常规油气开采提速。与此同时，公司压裂设备技术全球领先，北美旧压裂设备更换周期开启，海外市场扩张迅速，公司海外营收占比不断提高，2023年已达47%，公司成长性快速打开。

图：2019-2023年杰瑞股份营业收入持续增长

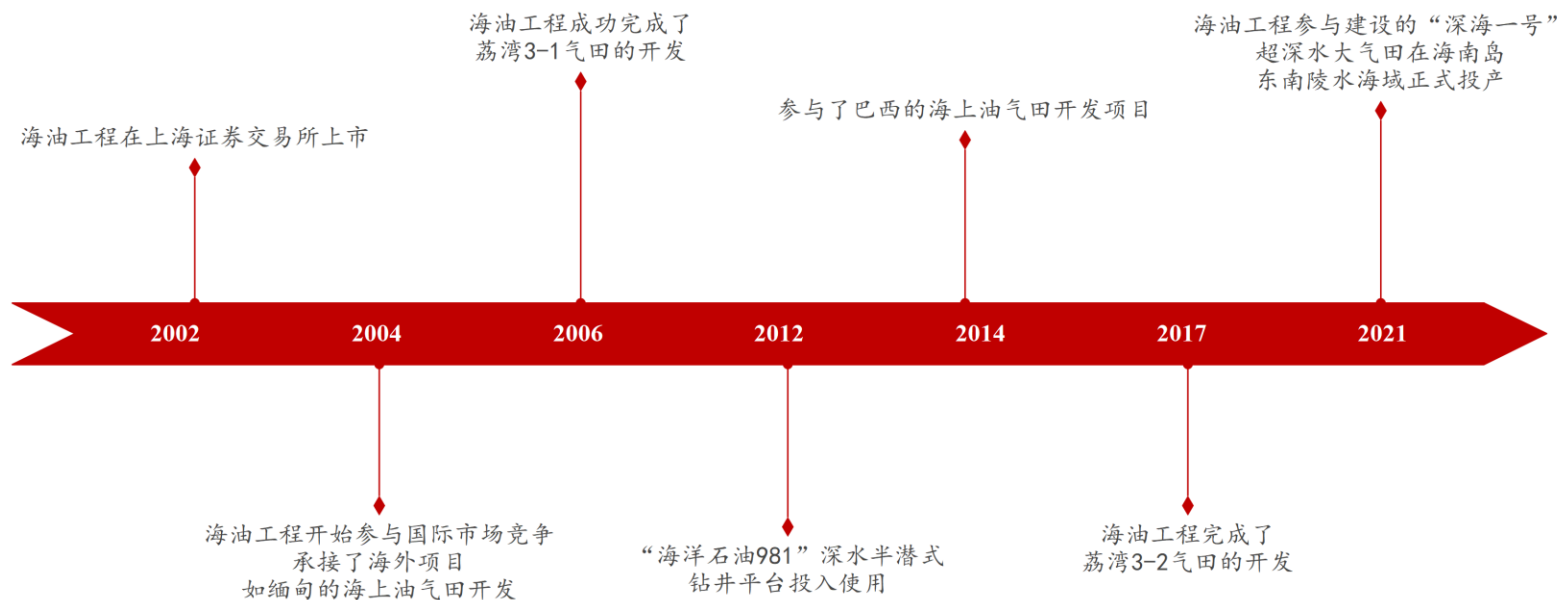


图：2019-2023年杰瑞股份归母净利润稳中有增

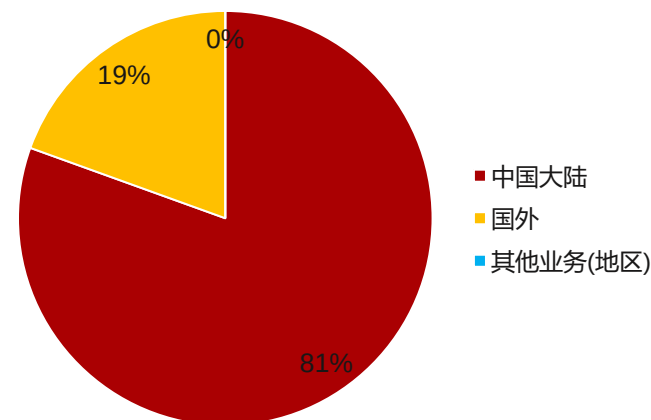


海油工程是国内海工EPCI龙头。公司是国内唯一的大型海洋油气工程总承包公司，以EPCI（Engineering design、Procurement、Construction、Installation，设计、采办、建造、安装）总承包或者分包的方式承揽工程合同，参与海洋油气田工程、LNG、FPSO、海上风电等项目建设，为客户提供“交钥匙”工程。数十年来国内各海域两百余座海洋油气田的工程建设主要由公司实施，目前正向国际工程总承包商加速转型，先后为中国海油、康菲、壳牌、沙特阿美、巴国油、Technip、MODEC、FLUOR等众多中外业主提供了优质产品和服务，业务涉足20多个国家和地区，海外业务占总营收的19%。

图：海油工程发展历程图

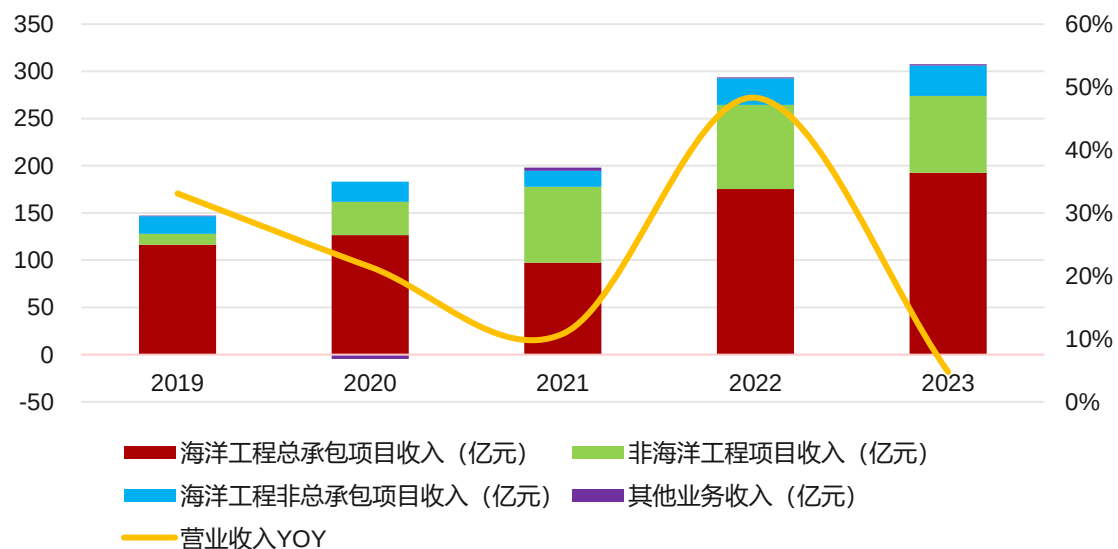


图：2023年海油工程海外业务占比为19%

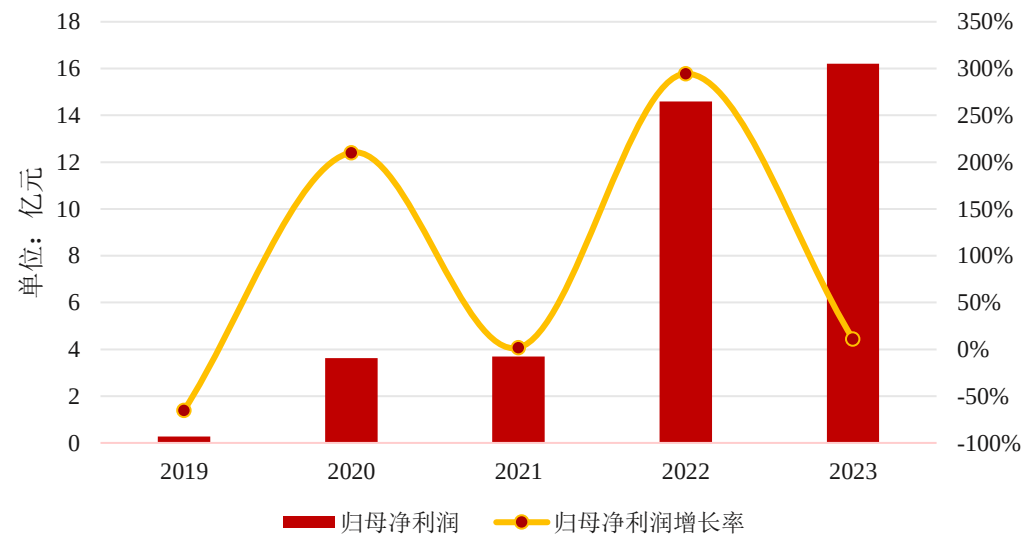


公司业绩自2019年开启上行周期，和中海油资本开支高速相关。公司营收和中海油资本开支高速相关，2018年营收随中海资本迈入上行周期，2017-2023年营收CAGR可达20%，2023年实现营收307.5亿元，同比增长4.8%。受益于中海油的资本开支的高速增长，公司海洋工程业务占比持续提高，海洋工程占比由2021年的59%上升到2023年的74%。利润端，公司归母净利润增长相对滞后，于2020年开启上行周期，2020-2023年CAGR可达64.7%，2023年公司归母净利润16.2亿元，同比增长11%。

图：2019-2023年海油工程营收持续增长

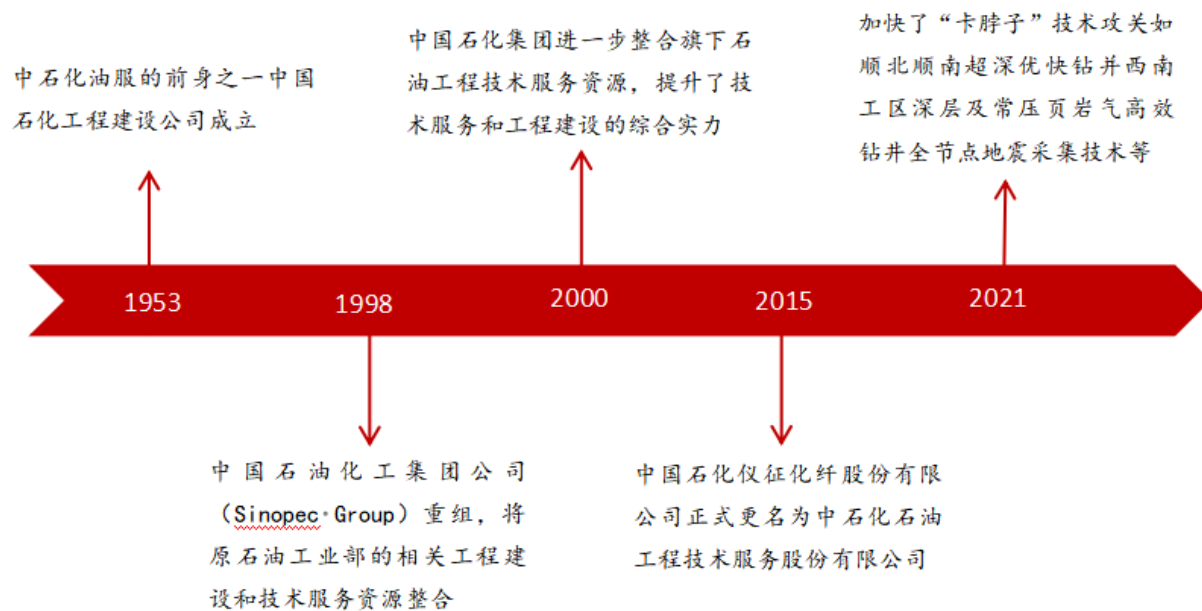


图：2019-2023年海油工程归母净利润持续高增

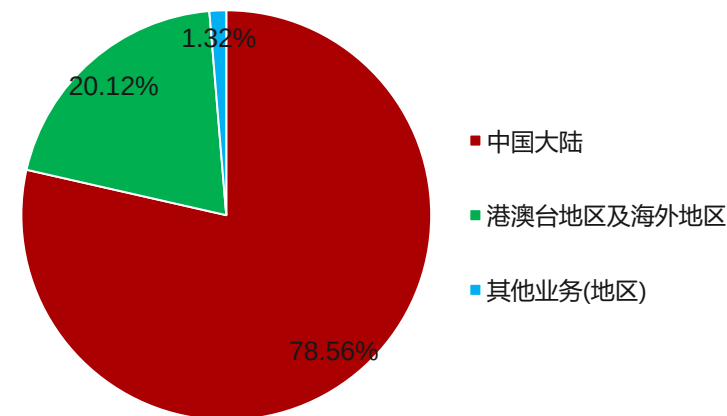


中石化旗下油服公司，提供全套油服业务。1950年代，中石化油服的前身之一中国石化工程建设公司成立，开始参与中国石化行业的工程建设。1998年，中国石油化工集团公司（Sinopec Group）重组，将原石油工业部的相关工程建设和技术服务资源整合，形成了更完整的石油工程技术服务能力。2000年，中国石化集团进一步整合旗下石油工程技术服务资源，提升了技术服务和工程建设的综合实力。2015年，中国石化仪征化纤股份有限公司正式更名为中石化石油工程技术服务股份有限公司。近年来，石化油服通过专业化、市场化、特色化、高端化、国际化战略，推进业务拓展，增强公司核心竞争力，提高公司发展质量和效益。至今，石化油服继续作为中国石化行业的重要技术服务提供商，提供包括地球物理、钻井工程、测录井、井下特种作业和工程建设等在内的综合服务。

图：石化油服发展历程图



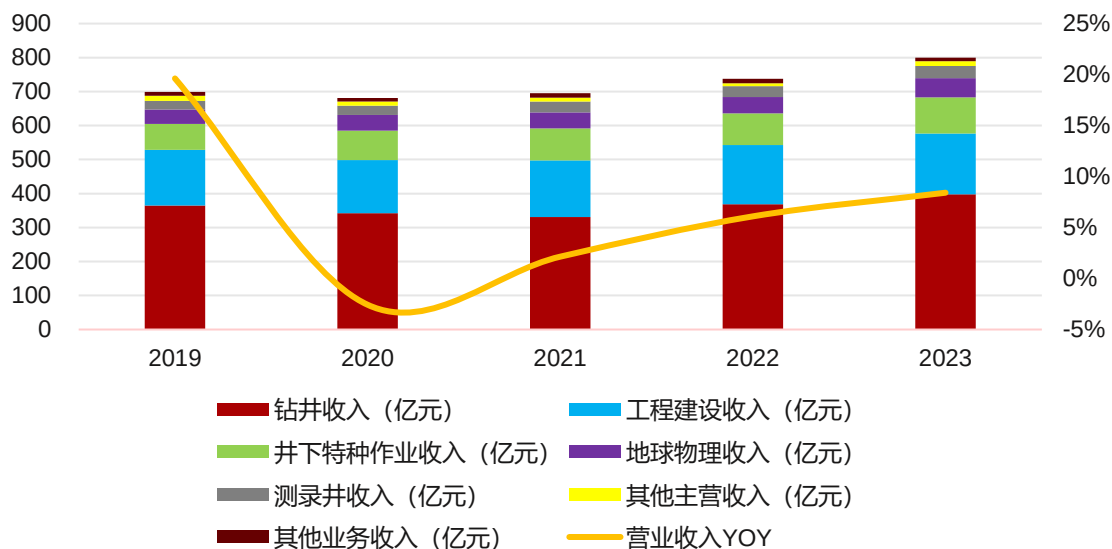
图：2023年石化油服海外业务占比为20%



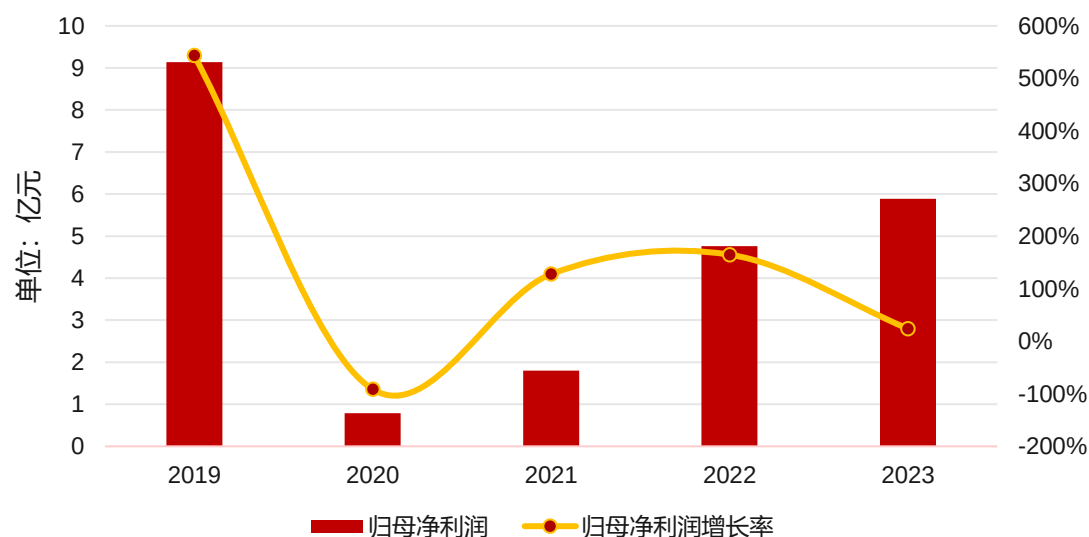
公司业绩随油服周期波动性较大，业绩保持持续增长。受益于国际原油价格持续高位和我国能源安全政策调控，石化油服业绩自2021年随我国油服行业开启新一轮景气上行周期，营收端，2023年营收达到799.81亿元，同比增长8.4%，2020-2023年营收CAGR达5.5%。利润端，2023年公司归母净利润为5.9亿，同比增长23.8%，2020-2023年归母净利润CAGR达95.4%，预计未来将继续保持增长。

公司钻井收入占比最高，测录井业务盈利能力最强。分业务看，钻井服务因其是油气资源勘探和开采的重要环节、高专业化的技术与服务要求、业务开展的高投入，在油服行业中占据重要地位，石化油服的钻井营收在2019-2023的油技业务占比保持50%上下水平，是公司油技业务营收的最大板块。盈利能力端，公司测录井毛利率最高，综合毛利率整体波动较小，2021-2023年综合毛利率分别为7.2%、7.8%、7.2%。

图：石化油服营业收入2021年重回上升通道



图：石化油服归母净利润2021年开始修复

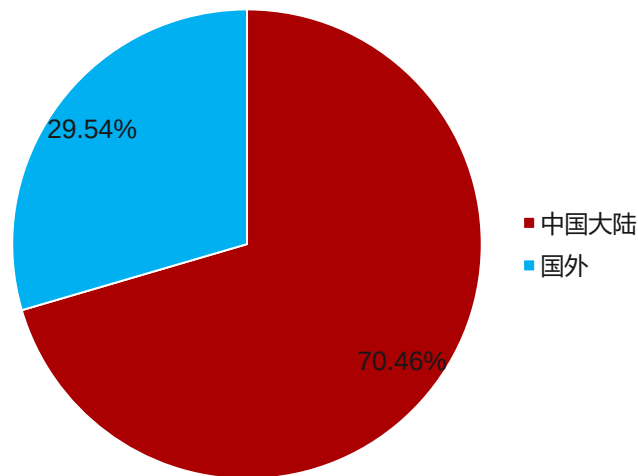


中石油旗下油服子公司，国企油服企业出海代表。1980年，中国石油工程建设公司正式成立，成为中国首批进入国际市场的公司之一。1997年，中油工程参与苏丹1/2/4区石油项目，这是中国石油利用政府援外贴息贷款参与的重要项目，取得了显著成就。2002年，中油工程中标巴基斯坦成品油管线项目，这是公司承接的首个大型成品油管线总承包项目，并开创了卖方进出口信贷总承包项目的先例。2008年，中国石油天然气集团公司进行重组，将中国石油天然气第一建设公司和华东勘察设计研究院与中国石油工程建设（集团）公司合并。2009年，中油工程作为作业者之一，参与了伊拉克哈法亚油田的开发生产服务合同。2017年，中油工程成功签约俄罗斯阿穆尔天然气处理厂项目，这是公司在“一带一路”沿线市场的重要突破。至今，CPECC海外项目已遍布全球28多个国家和地区，形成了非洲、中东、中亚-俄罗斯、亚太、拉美五个稳定的区域市场，海外项目进入上下游、一体化大发展阶段，海外业务占总营收的30%。

图：中油工程发展历程图



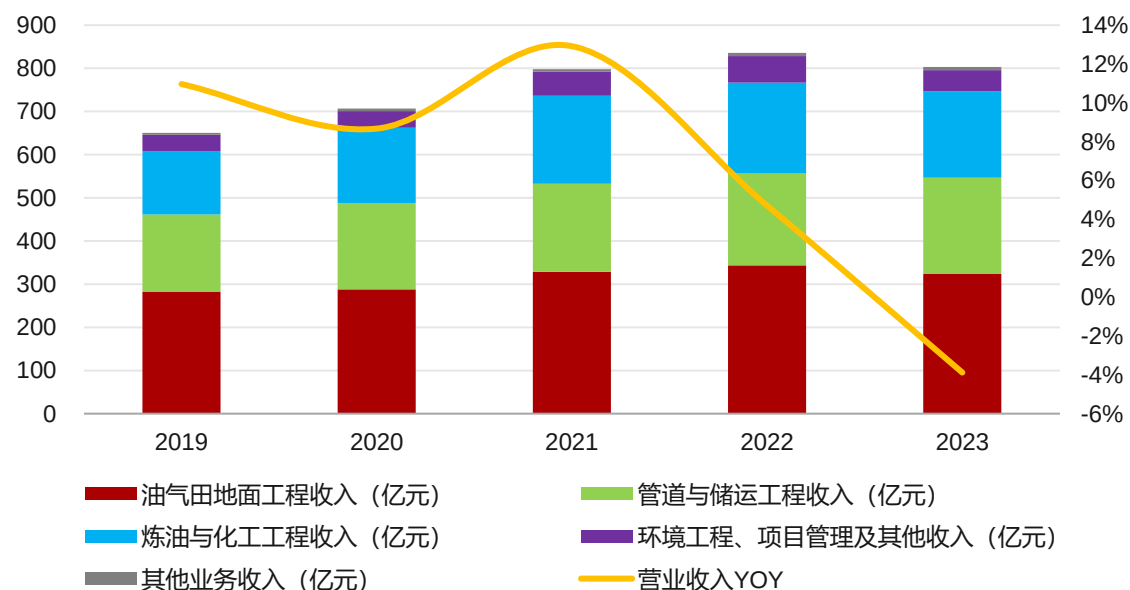
图：2023年中油工程海外业务占30%



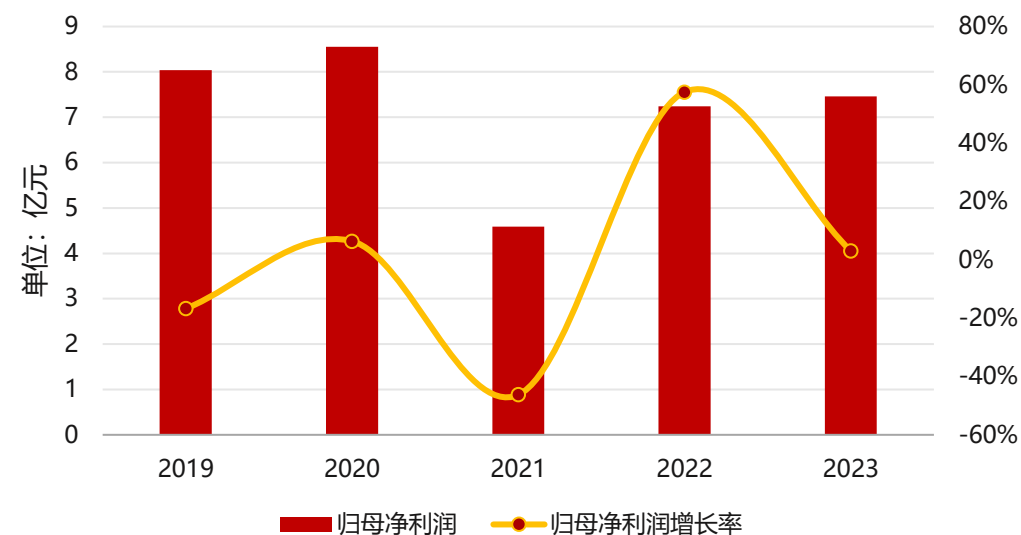
受益于下游资本开支提升，公司营收稳中有增。由于中石油资本开支近年来处于略有波动的状态，叠加海外油气行业资本开支景气度回升，中油工程的营业收入总体处于稳中有增的状态，2019-2022年营收持续增长，期间CAGR达28%，2023年略有波动，营收为803.4亿元，同比下降3.9%。分业务看，公司最大业务为油气地面工程，2023年占比40%，之后依次为管道与储运工程、炼油与化工工程。而环境工程、项目管理虽然业务占比最小，2023年仅占6%，但其毛利率最高，2023年为15%。除此之外，其它业务收入占比保持稳定。

由于油价、公共卫生事件影响，公司利润波动较大。公司归母净利润相对波动较大，2021年达到底部为4.6亿元，同比下降46.3%，之后随着油价上涨及公司推动内部提质增效，公司利润持续修复，2022年归母净利润为7.2亿元，同比增长56.9%，2023年归母净利润为7.5亿元，同比增长3.1%。

图：中油工程营业收入稳中有增



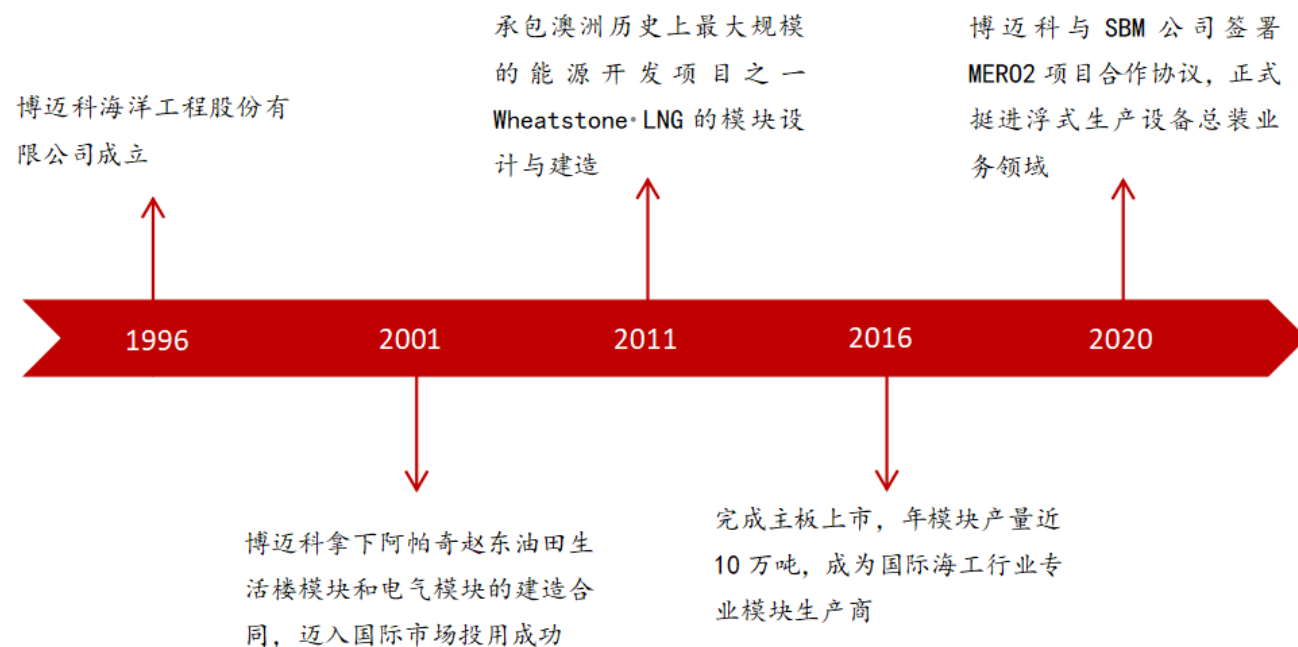
图：中油工程归母净利润波动较大



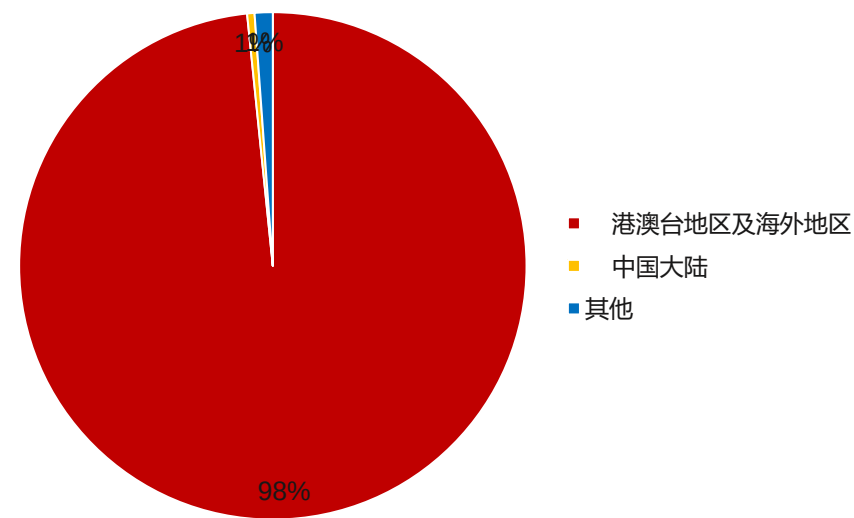
04 博迈科：海工装备核心企业，重点聚焦海外市场

博迈科专注FPSO和LNG项目建设，海外占比高达98%。博迈科海洋工程股份有限公司成立于1996年，是一家专注于国际市场的专业模块EPC服务公司，致力于以海洋油气工程、液化天然气工厂和矿业为主的各类模块的设计和集成建造，为国际高端能源和矿业客户提供服务，是国际化的EPC公司。经过十几年国际和国内项目执行经验的累积，公司与国际客户指定的供应商有着长期的友好的合作，有能力根据项目的需要从国内和国际市场以优良的质量、准时的交货和有竞争力的价格采办所需的物料和服务，并娴熟的处理相关的海关进出口事务，为国际项目的执行提供有力的支持。

图：博迈科发展历程图



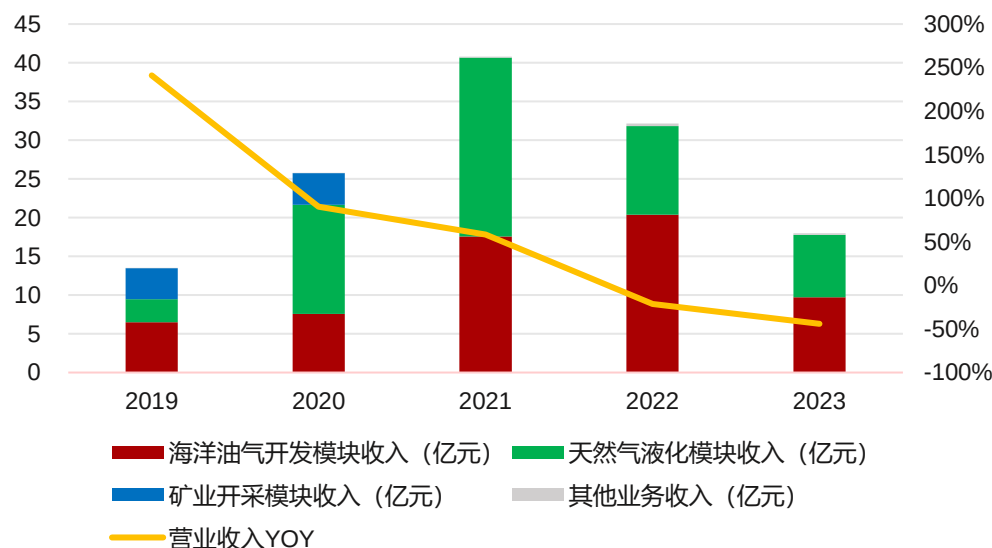
图：2023年博迈科海外业务占比高达98%



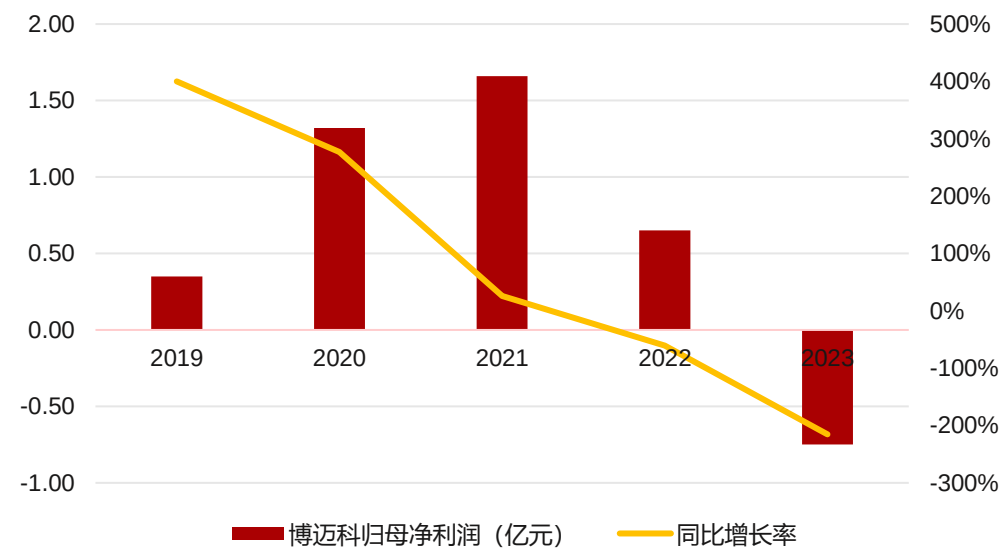
04 博迈科：海工装备核心企业，重点聚焦海外市场

公司业绩受公共卫生事件和地缘政治影响有所下滑，当前处于修复阶段。2019-2021期间，公司营业收入和归母净利润保持良好的增长趋势，营业收入由14亿元增长到41亿元，期间CAGR为71%，归母净利润由0.35亿元上升到1.7亿元，期间CAGR为118%。但近年来受到公共卫生事件和俄乌战争的影响，营业收入和归母净利润连续两年下滑，2023年公司营业收入为18亿元，同比减少44%；2023年归母净利润为-0.8亿元，由盈转亏。随着二者影响逐渐减弱，公司业绩快速修复，2024年上半年实现营收为10.6亿元，同比增长18%；归母净利润0.6亿元，同比实现扭亏为盈。

图：博迈科营业收入出现下滑



图：博迈科归母净利润下滑明显



05

风险提示

1、油价不及预期：

油价作为油服行业的底层驱动因素，如油价持续低迷，将影响下游资本开支，从业影响油服行业。

2、能源安全重视度不及预期：

能源安全是我国油气及油服行业另一驱动因素，如果能源安全重视度不足，将影响“三桶油”资本开支。

3、新能源快速替代：

石油作为传统化石能源的一种，有被新能源替代的风险，如果替代加速，将影响原油产量从而影响油服行业。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>