震安科技（300767）

从没房子住到有房子住再到住好房子，消费升级催生千亿防震市场龙头

买入（首次）

2022 年 05 月 30 日

证券分析师 刘博
执业证书：S0600518070002
liub@dwzq.com.cn
证券分析师 唐亚辉
执业证书：S0600520070005
tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	670	1,261	2,076	3,132
同比	15%	88%	65%	51%
归属母公司净利润（百万元）	87	198	378	646
同比	-46%	126%	91%	71%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.36	0.81	1.56	2.66
P/E（现价&最新股本摊薄）	153.23	67.80	35.43	20.75

投资要点

- **行业发展：具备 10 倍以上市场空间的朝阳产业，公司龙头地位较为显著。**由于：1）地震造成的生命和财产损失大；2）我国是个地震多发国；3）相比传统抗震技术和产品，减隔震有明显优势，因此近年来减隔震技术推广和应用呈逐步上升趋势，是朝阳产业。标志性政策《建设工程抗震管理条例》落地后，行业从量变发展到质变，强制性要求政策覆盖的区域大大扩容，且云南省的减隔震范式逐步向全国范围内推广。根据我们的测算，到 2025 年减隔震行业的市场空间达到 236.05 亿元，相比 2021 年提升 10 倍以上；中期来看，保守估计到 2030 年市场空间超过千亿。减隔震行业竞争格局较为分散，行业内大部分企业生产规模较小，不具备整体解决方案的提供能力，截至 2021 年年底，公司在云南省内市占率超过 50%、全国范围内市占率超过 40%，龙头地位较为显著。

- **核心竞争力：标准制定+技术引领+产能扩张，稀缺的整体解决方案供应商。**1）**标准制定和引导者**：公司凭借行业领先地位推动了多项地方及国家标准的制定，且公司产品标准高于国家标准，随着隔震技术推广和应用，国家标准预期会进一步提高，公司具有较大先发优势。2）**行业开创和引领者**：公司高管周福霖院士是减隔震行业泰斗，为推动我国减隔震行业发展作出贡献，公司下设的周福霖院士工作站具有较强的研发能力和较高的产品制造工艺水平，近二年来公司研发人员占比均在 15%以上，研发投入占比持续提升。3）**提供整体解决方案**：由于减隔震行业产品非标化+服务定制化，设计和施工单位缺乏专业人才，因此对生产商提出更高要求，公司具备行业稀缺的整体解决方案供应能力。4）**云南经验全国推广**：由于地理原因，云南是我国减隔震行业技术和标准的发源地，公司起家云南、深耕云南，具有独特区位优势，且随着政策落地和行业推广，正在将云南的案例和经验向全国范围内推广。5）**产能和订单均饱满**：产能方面，公司以销定产，IPO 和转债募投项目投产后将新增减隔震制品产能合计 11 万套/年；订单方面，截至 2022 年 4 月 25 日，公司主要在手订单及意向订单金额合计 9.46 亿元（含税），是 2021 年公司收入的 141.07%，饱满产能和订单为业绩高增长提供充足动力。

- **盈利预测与投资评级：**行业发展和公司成长背后的核心逻辑，**是人民群众从最早的没房子住，到过去和现在的有房子住，再到现在和将来想要住好房子**，顺应了产业发展的趋势和方向，我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 0.81、1.56、2.66 元，对应 PE 分别为 68、35、21 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

- **风险提示：**1）疫情影响公司运营等 2）行业渗透率提速不达预期等；3）微观：项目及产品推广不达预期等；4）人工成本上升使利润不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	55.23
一年最低/最高价	44.04/119.10
市净率(倍)	9.10
流通 A 股市值(百万元)	11,287.96
总市值(百万元)	13,401.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.07
资产负债率(%,LF)	40.34
总股本(百万股)	242.66
流通 A 股(百万股)	204.38

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 公司简介：减隔震行业领军者，隔震支座和消能阻尼器是公司的拳头产品 4
1.1. 业务：隔震和减震产品生产龙头，相比传统抗震产品具有显著优势 4
1.2. 业绩：隔震支座是支柱业务，原材料价格上涨拖累 2021 年业绩表现 6
2. 行业发展：具备 10 倍以上市场空间的朝阳产业，公司龙头地位较为显著 7
2.1. 现状：减隔震行业基数低、增速快，是专门应对地震灾害的朝阳产业 8
2.2. 空间：标志性政策落地+云南省向全国范围复制，市场空间 10 倍以上 9
2.3. 格局：公司龙头地位较为显著，竞争对手均不具备整体解决方案能力 12
3. 核心竞争力：标准制定+技术引领+产能扩张，稀缺的整体解决方案供应商 13
3.1. 标准制定和引导者：地区和国家现行行业标准制定者，先发优势明显 13
3.2. 行业开创和引领者：减隔震行业泰斗周福霖院士坐镇，技术水平领先 14
3.3. 提供整体解决方案：产品非标化+服务定制化，对生产商提出更高要求 15
3.4. 云南经验全国推广：深耕云南具有独特区位优势，复制经验拓展全国 16
3.5. 产能和订单均饱满：产能实现翻倍增长，订单占比去年收入为 141% 17
4. 盈利预测与估值 17
5. 风险提示 18

图表目录

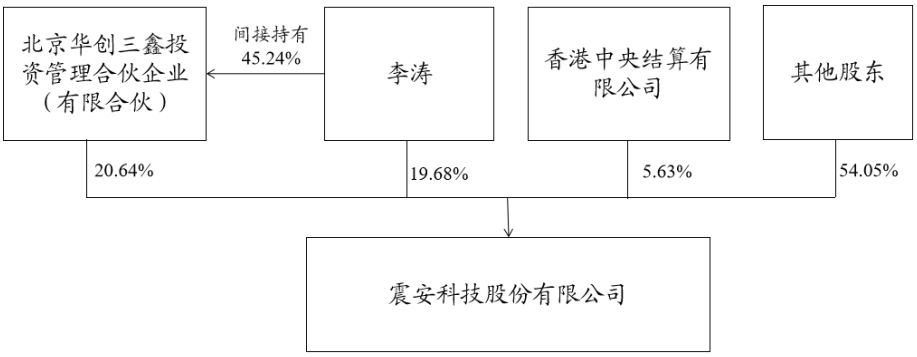
图 1: 截至 2022 年 Q1，公司的股权结构 4
图 2: 传统抗震技术与建筑隔震技术的效果对比 5
图 3: 2019-2021 年公司产品的销售量和增速（套） 6
图 4: 2020、2021 年公司主要产品的产能利用率情况 6
图 5: 2018-2021 年公司收入和净利润情况（亿元） 6
图 6: 2018-2021 年公司的毛利率、销售净利率和 ROE 6
图 7: 2018-2021 年公司分业务的收入情况（亿元） 7
图 8: 2018-2021 年公司分业务的毛利率情况（%） 7
图 9: 2018-2021 年公司省内和省外业务收入占比（亿元） 12
图 10: 2018 年公司主营业务收入按产品使用类别区分 12
图 11: 周福霖院士在雄安新区减隔震技术会上发言 15
图 12: 2017-2021 年公司研发人员及研发投入占比 15
图 13: 公司的销售业务流程图（直销为主） 16

表 1: 建筑隔震技术与建筑减震技术的比较如下 5
表 2: 国内外重大地震死亡人数对比 8
表 3: 中国房屋建筑减隔震行业的容量及增长趋势（单位：栋） 9
表 4: 云南省出台的一系列减隔震行业相关政策 10
表 5: 2021-2025 年学校、医院减隔震市场空间测算（亿元） 11
表 6: 公司的竞争对手业务体量较小、不具备整体解决方案提供能力（单位：亿元） 12
表 7: 公司采用的云南省地标与与国家标准具体对比 14
表 8: 2021 年末公司主要在建项目投资情况（单位：亿元） 17
表 9: 公司营收预测表（单位：亿元） 18
表 10: 公司与 A 股部分防震行业公司的估值比较（截至 2022 年 5 月 27 日） 18

1. 公司简介：减隔震行业领军者，隔震支座和消能阻尼器是公司的拳头产品

公司成立于 2010 年，是专业从事建筑减隔震技术咨询，减隔震结构分析设计，减隔震产品研发、生产、销售、检测、安装指导及更换，减隔震建筑监测，售后维护等成套解决方案的高新技术企业，目前已经发展成为减隔震技术全套解决方案和全生命周期服务提供商。公司拥有国内技术领先的化学实验室、物理实验室以及规模领先的减隔震产品生产基地，产品包括多种型号建筑隔震橡胶支座和建筑消能阻尼器（黏滞阻尼器、软钢阻尼器、屈曲约束耗能支撑、摩擦阻尼器）等。截至 2022 年 Q1，公司实际控制人为董事长李涛，李涛直接持有公司股权比例为 19.68%，通过华创三鑫间接持有公司股权比例为 9.34%。

图1：截至 2022 年 Q1，公司的股权结构



数据来源：wind、东吴证券研究所

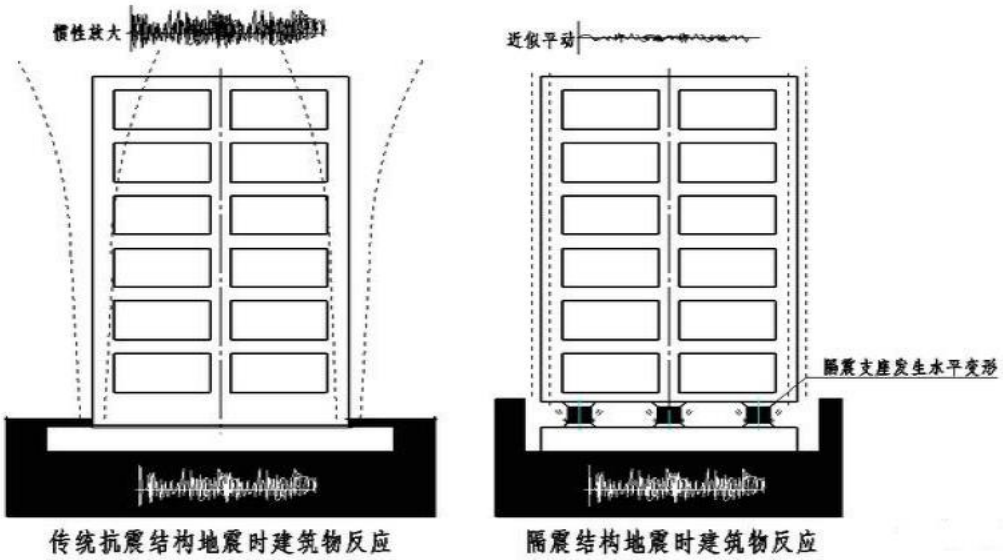
1.1. 业务：隔震和减震产品生产龙头，相比传统抗震产品具有显著优势

传统抗震技术和减隔震技术的对比。1）**传统抗震技术**：建筑物抵抗地震的传统技术是通过增加钢筋、混泥土、钢结构等建筑材料的用量来增强建筑结构构件的强度，理念是“以刚克刚”，背后的原理是以结构构件本身的损坏为代价消耗地震能量，减轻地震反应。2）**隔震技术**：建筑隔震技术就是在建筑物的基础或下部结构和上部结构之间设置隔震装置（由隔震器、阻尼装置等组成），形成隔震层，隔离地震能量向上部结构传递，减少输入到上部结构的地震能量，同时延长上部结构的自振周期，降低上部结构的地震反应。采用隔震技术，不仅可以保证建筑结构的整体完整、防止非结构构件的破坏，还能避免建筑物内部结构、设施的破坏以及由此引起的次生灾害。采用隔震技术可以减少房屋建筑物上部结构的地震作用 50%-80%。3）**减震技术**：建筑减震技术是在建筑结构上设置耗能装置，消耗进入结构的地震能量，以减小主体结构的地震作用。从本质上

请务必阅读正文之后的免责声明部分

看，减震技术是在传统抗震技术体系中附加了消耗地震能量的装置，没有实质上改变结构的抗震体系，减震装置能够将建筑上部结构的地震作用减小 20%-30%。

图2：传统抗震技术与建筑隔震技术的效果对比



数据来源：智博睿、东吴证券研究所

表1：建筑隔震技术与建筑减震技术的比较如下

项目	建筑隔震技术	建筑减震技术
抗震效果	降低地震作用的 50%-80%	降低地震作用的 20%-30%
抗震立足点	立足于“隔”	立足于“抗”
设计难易性	比较简单、易操作	比较复杂、繁琐
经济性	良好的经济性	经济性不明显，有可能增加工程造价
安全储备	安全储备大，震后建筑物不维修或简单维修即可恢复使用	安全储备小，震后仍需修复后才能使用
应用范围	主要用于抗地震	应用范围广，可用于抗地震、抗风震

数据来源：震安科技招股说明书、东吴证券研究所

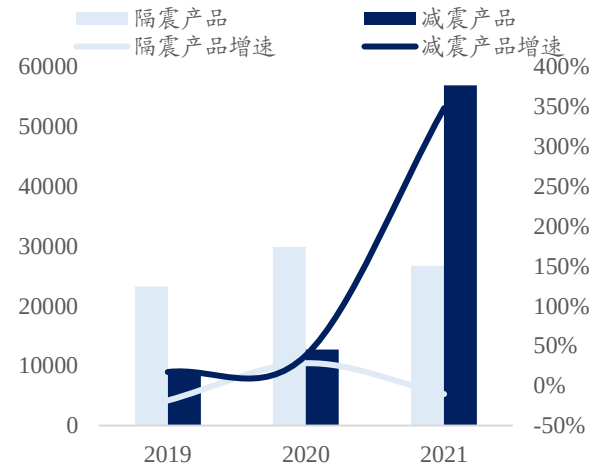
1）**隔震产品**：2019-2021 年，公司销售量分别为 23231、29818、26687 套，增速分别为-18.57%、28.35%、-10.50%；生产量分别为 23523、32436、30151 套，增速分别为-15.73%、37.89%、-7.04%；库存量分别为 6722、9340、12804 套，增速分别为 4.54%、38.95%、37.09%，2019、2020 年产能利用率分别为 92.98%、103.76%。

2）**减震产品**：2019-2021 年，公司销售量分别为 9186、12699、56818 套，增速分别为 17.21%、38.24%、347.42%；生产量分别为 11436、12873、68563 套，增速分别为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

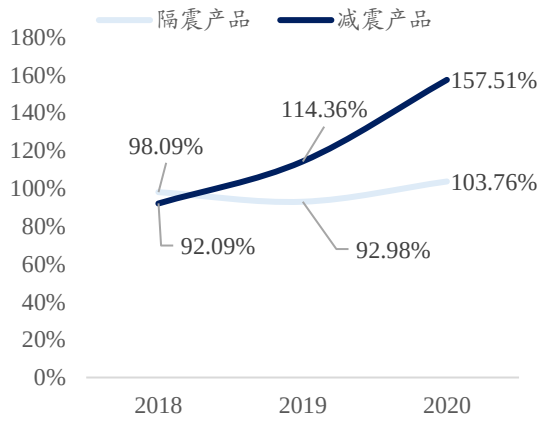
24.18%、12.57%、432.61%；库存量分别为 4614、4788、16533 套，增速分别为 95.18%、3.77%、245.30%，2019、2020 年产能利用率分别为 114.36%、157.51%。

图3：2019-2021 年公司产品的销售量和增速（套）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图4：2020、2021 年公司主要产品的产能利用率情况



数据来源：wind、东吴证券研究所

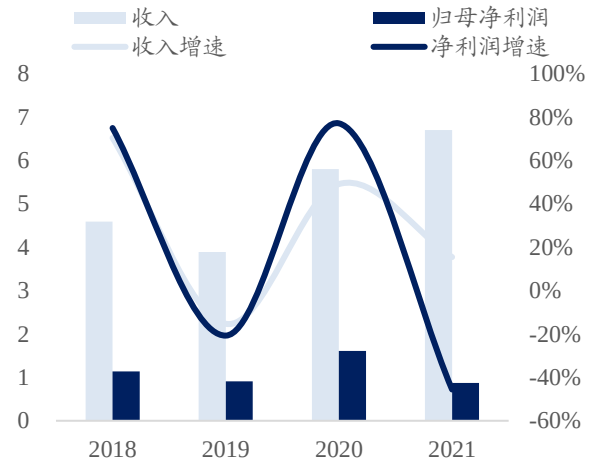
1.2. 业绩：隔震支座是支柱业务，原材料价格上涨拖累 2021 年业绩表现

2018-2021 年，公司收入分别为 4.59、3.89、5.80、6.70 亿元，增速分别为 70.43%、-15.27%、49.15%、15.48%；归母净利润分别为 1.14、0.91、1.61、0.87 亿元，增速分别为 74.99%、-20.72%、77.14%、-45.58%。公司毛利率分别为 55.87%、53.06%、52.65%、41.68%，销售净利率分别为 24.91%、23.31%、27.69%、12.70%，ROE（平均）分别为 22.75%、11.88%、15.48%、7.31%。分主要产品来看：1）隔震支座业务，2019-2021 年销售收入分别为 2.74、4.41、4.71 亿元，收入增速分别为-24.98%、60.80%、6.84%，在总收入中占比分别为 70.49%、75.99%、70.31%，毛利率分别为 55.17%、52.35%、41.20%，目前仍是公司支柱业务，但是 2021 年占比下滑 4.6 个百分点。2）消能阻尼器业务，2019-2021 年销售收入分别为 0.93、1.31、1.76 亿元，收入增速分别为 5.06%、40.05%、34.76%，在总收入中占比分别为 24.02%、22.56%、26.32%，毛利率分别为 54.75%、53.52%、39.82%，在公司收入占比逐年提升。

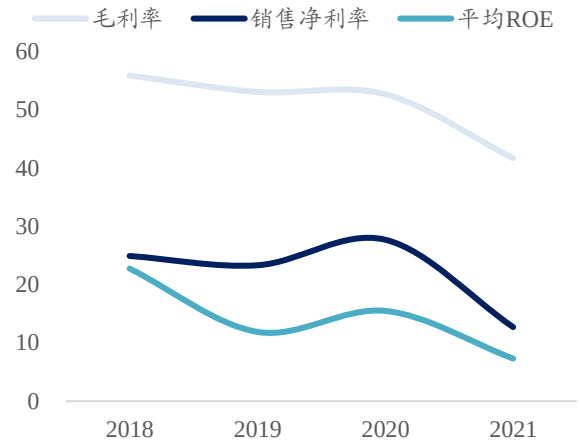
图5：2018-2021 年公司收入和净利润情况（亿元）

图6：2018-2021 年公司的毛利率、销售净利率和 ROE

请务必阅读正文之后的免责声明部分

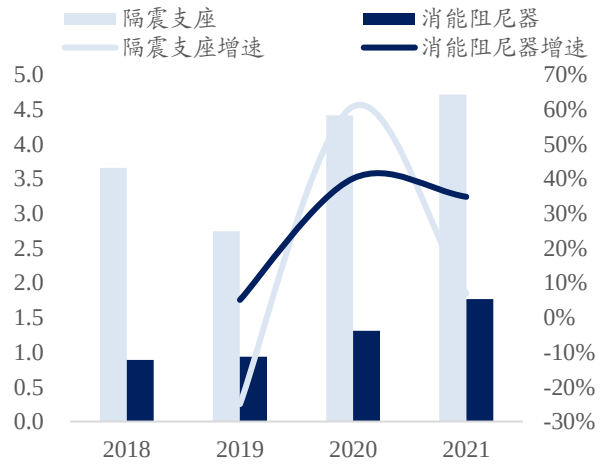


数据来源：Wind、东吴证券研究所



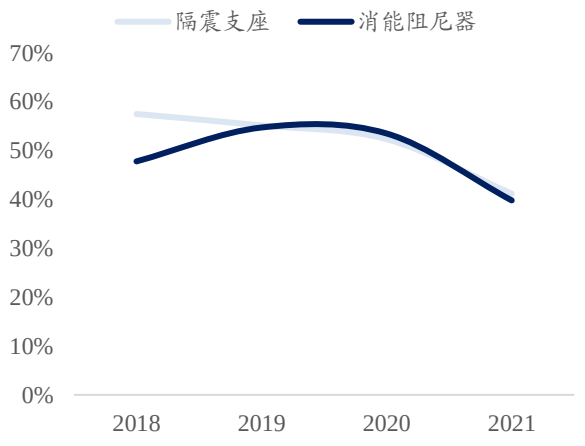
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图7：2018-2021 年公司分业务的收入情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图8：2018-2021 年公司分业务的毛利率情况（%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 行业发展：具备 10 倍以上市场空间的朝阳产业，公司龙头地位较为显著

由于：1）地震造成的生命和财产损失大；2）我国是个地震多发国家；3）相比传统抗震技术和产品，减隔震具有明显优势，因此近年来减隔震技术推广和应用呈现逐步上升趋势，是朝阳产业。标志性政策《建设工程抗震管理条例》落地后，行业从量变发展到质变，强制性要求政策覆盖的区域大大扩容，且云南省的减隔震范式逐步向全国范围内推广。根据我们的测算，到 2025 年减隔震行业的市场空间达到 236.05 亿元，相比 2021 年提升 10 倍以上；中期来看，保守估计到 2030 年市场空间超过千亿。行业竞争格局较为分散，行业内大部分企业生产规模较小，不具备整体解决方案的提供能力，截至 2021

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年年底，公司在云南省内市占率超过 50%、全国范围内市占率超过 40%，龙头地位较为显著。

2.1. 现状：减隔震行业基数低、增速快，是专门应对地震灾害的朝阳产业

地震是人类无法避免的自然灾害，地震引起的震动对建筑物的破坏是毁灭性的，给生命和财产安全造成了巨大的损失。历次震害调查表明，地震灾害造成的经济损失和人员伤亡主要源于建筑物和工程设施的破坏、倒塌以及由此引发的次生灾害。因此，世界各国的建筑工程师一直没有停止过对建筑防震抗震的研究，建筑减隔震技术成为建造高性能防震建筑物的重要课题之一。20 世纪 90 年代，全世界至少有 30 多个国家和地区开展建筑减隔震技术的研究，并在美、日、法、新、意等 20 多个国家修建了数百座减隔震建筑物。其中，日本是技术发展最快、技术最成熟、应用最广泛的国家。2011 年 3 月 11 日 9.0 级日本大地震中，大量减隔震建筑经历地震后不仅建筑本身完好，并且室内仪器设备均没有损坏，表现出优异的抗震性能，该地震大面积的验证了减隔震技术的有效性。

我国地处欧亚板块的东南部，受环太平洋地震带和欧亚地震带的影响，是个地震多发国家。根据震安科技的招股说明书内容，我国大陆 7 级以上的地震占全球大陆 7 级以上地震的 1/3，因地震死亡人数占全球的 1/2；我国有 41%的国土、一半以上的城市位于地震基本烈度 7 度及 7 度以上地区，6 度及 6 度以上地区占国土面积的 79%。据统计，我国 30 个省份发生过 6 级以上地震，19 个省份发生过 7 级以上地震，12 个省份发生过 8 级地震。尤其是我国西部地区，大部分地区处于地震带，长期饱受地震灾害的困扰。云南省全部国土面积都处于 6 度及以上的地震烈度设防区，其中 7 度和 8 度设防面积占全省总面积的 78.6%，加上 9 度区，占总面积的 84%，设防区面积之大，烈度之高，居全国首位。另外，同等强度地震下，发展中国家由于抗震技术落后，其受到地震的损害比发达国家更严重。在大地震中，发达国家的伤亡人数仅为发展中国家十分之一左右，其中一个主要原因在于发达国家的房屋建筑物大量采用隔震技术，从而提高了房屋建筑物的抗震性能。

表2：国内外重大地震死亡人数对比

国家	中国	伊朗	巴基斯坦	美国	日本	日本
地震	2008 年汶川	2003 年伊朗巴姆	2005 年巴基斯坦	1989 年美国加州洛马普里埃塔	1995 年日本阪神	2011 年东日本
震级	8.0	8.6	7.8	7.1	7.3	9.0
死亡人数	6.9 万	3.1 万	3.9 万	63	6500	1.6 万

数据来源：震安科技招股说明书、东吴证券研究所

根据国家住房和城乡建设部工程质量安全监管司的统计数据，截至 2014 年、2015

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年、2016 年、2017 年、2018 年和 2019 年前三季度，全国累计已建成减、隔震房屋建筑工程分别为 2836 栋、3451 栋、4091 栋、5119 栋、6352 栋和 6918 栋。其中，云南省由于减隔震技术发展起步较早，技术普及程度高，形成了研究、设计、产品制造相关成套技术，同时政府支持力度较大，使减隔震技术得到了较好的推广和应用。2014 年、2015 年、2016 年、2017 年、2018 年、2019 年前三季度，云南省累计建成减隔震房屋建筑数量分别占到全国累计建成减隔震建筑数量的 81.24%、71.37%、69.32%、69.31%、58.06%、54.24%，为全国最高比例。云南省已成为国内减隔震技术推广应用的代表地区，对全国其他省份推广应用减隔震技术具有很强的示范作用。

近年来，全国房屋建筑减隔震行业的容量有增长趋势，2015 年、2016 年、2017 年、2018 年和 2019 年前三季度，全国累计已建成的减隔震建筑相较于上年末增长率分别为 21.69%、18.55%、25.13%、24.09%、8.91%。2019 年数据仅为前三季度数据，增长率较低。随着政府对于减隔震行业的法规规范和政策扶持，国家对抗震防灾工作的重视和隔震技术宣传普及度的提高，未来减隔震技术推广和应用总体呈上升趋势，整个行业处于平稳成长期，未来市场前景广阔，属于典型的朝阳产业。

表3：中国房屋建筑减隔震行业的容量及增长趋势（单位：栋）

项目	累计建成减隔震建筑	累计建成减隔震建筑增长率（相较上年末）
2014 年末	2836	-
2015 年末	3451	21.69%
2016 年末	4091	18.55%
2017 年末	5119	25.13%
2018 年末	6352	24.09%
2019 年 Q3 末	6918	8.91%

数据来源：震安科技招股说明书、东吴证券研究所

2.2. 空间：标志性政策落地+云南省向全国范围复制，市场空间 10 倍以上

标志性政策《建设工程抗震管理条例》落地，是行业的里程碑事件。2021 年 5 月 12 日，国务院常务会议通过《建设工程抗震管理条例》，该条例自 2021 年 9 月 1 日起施行。由于条例中明确规定“位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的新建学校、幼儿园、医院、养老机构、儿童福利机构、应急指挥中心、应急避难场所、广播电视等建筑应当按照国家有关规定采用隔震减震等技术，保证发生本区域设防地震时能够满足正常使用要求。”因此强制性要求政策覆盖的高烈度设防地区（云南省为 7 度以上、其他省份为 8 度以上）范围将由原 5 省 47 市的 287 个区县增加至 23 省 126 市的 648 个区县，新增 18 省 79 市的 361 个区县。另外，根据《抗震条例》相关条款，政策落地后，强制性政策要求覆盖范围还将新增地震重点监视防御区，现行的全国地震重点监视防御

请务必阅读正文之后的免责声明部分

区（2006-2020 年）包括 24 个地区和 11 个城市，国土面积约占全国陆地面积的 10%；我国大陆 31 个省、自治区、直辖市均有区域属于地震重点监视防御区，代表性的区域有首都圈地区、长三角地区、珠三角地区、武汉市、长沙市、重庆市等，地震重点监视防御区覆盖范围包括 1078 个区县（部分区县与高烈度设防区有重叠，但重叠度不高）。

云南省减隔震行业起步最早、发展最完善，近年来逐步向全国范围内复制。我们在前文中已经介绍，云南省全部国土面积都处于 6 度及以上的地震烈度设防区，其中 7 度和 8 度设防面积占全省总面积的 78.6%，加上 9 度区，占总面积的 84%，设防区面积之大，烈度之高，居全国首位。因此，云南省的减隔震技术发展起步较早，技术普及程度高，形成了研究、设计、产品制造相关成套技术，同时政府支持力度较大，使减隔震技术得到了较好的推广和应用。近年来，除了云南以外，山西、甘肃、山东、新疆、四川、海南、合肥等省市陆续对部分地区（主要是抗震设防烈度 8 度及以上地区）的学校、医院等建筑物要求强制或优先使用减隔震技术。其中，山西、甘肃对学校和医院为强制使用；山东对学校和三级医院为强制使用；新疆自 2016 年起，具备条件的房屋、市政工程等建筑物强制使用；四川、海南对学校和医院为优先使用；合肥市对于重大医疗用建筑强制使用，学校优先使用。

表4：云南省出台的一系列减隔震行业相关政策

出台时间	政策	发布单位	核心内容
2013 年 3 月	《关于进一步支持减隔震技术发展和应用若干政策的通知》	云南省住房和城乡建设厅	对 8、9 度抗震设防区三层以上中小学校舍、县以上医院的三层以上医疗用房，应将减隔震技术的应用情况纳入初步设计审查、施工图设计文件审查，不符合要求的一律不予审查通过。
2013 年 12 月	《关于进一步加强减隔震工程质量监督管理的通知》	云南省住房和城乡建设厅	减隔震装置及其构造措施是建筑工程主体结构抗需设防的重要组成部分，应作为结构分部工程的子分部工程进行检验。
2016 年 8 月	《云南省隔震减震建筑工程促进规定》	云南省人民政府	三类新建建筑工程应当采用隔震减震技术：①抗震设防烈度 7 度以上区域内三层以上、且单体建筑面积 1000 平方米以上的学校、幼儿园校舍和医院医疗用房建筑工程；②8 度以上区域内单体建筑面积 1000 平方米以上的重点设防类、特殊设防类建筑工程；③地震灾区恢复重建三层以上、且单体建筑面积 1000 平方米以上的公共建筑工程。
2017 年 1 月	《云南省隔震减震建筑工程促进规定实施细则》	云南省住房和城乡建设厅	对应采用隔震减震技术的建筑工程应在委托合同或者招标文件中明确要求采用隔震减震设计，并由住房城乡建设行政主管部门进行建筑工程抗震设防专项审查，不符合要求的不予通过。

数据来源：震安科技招股说明书、东吴证券研究所

市场空间：我们测算 2025 年为 236.05 亿元，相比 2021 年提升 10 倍以上。目前云

请务必阅读正文之后的免责声明部分

南省共有 16 市 125 区县为减隔震技术应用市场，抗震条例出台后四川省 11 市 56 区县将成为新的减隔震技术推广应用市场，云南省内及周边地区市场需求增长较快；京津冀作为国家重点抗震布防地区，对减隔震产品的需求呈快速增长趋势，抗震条例出台后，京津冀等北方地区 47 市 240 区县将成为减隔震技术推广应用区域，京津冀及北方地区未来潜在市场需求量较大。根据我们的测算:

1）**学校**：根据统计局数据，2011-2020 年，学校基本建设投资额从 2791.39 亿元增加至 6549.68 亿元，10 年 CAGR 为 9.94%，假设 2021-2025 年增速维持、渗透率从 5%提升至 25%、减隔震成本占比从 2%提升至 2.43%，则对应 2021-2025 年市场空间分别为 7.20、16.62、28.79、44.31、63.93 亿元。

2）**医院**：根据统计局数据，2011-2017 年，医院的固定资产投资完成额从 1617.44 亿元增加至 4111.50 亿元，6 年 CAGR 为 16.82%，假设 2018-2025 年增速维持、渗透率从 2021 年的 5%提升至 2025 年的 25%、减隔震成本占比从 2%提升至 2.43%（每年提升 5%），则对应 2021-2025 年市场空间分别为 7.66、18.79、34.57、56.54、86.69 亿元。

根据震安科技的招股说明书，2016-2018 年，公司下游客户中，学校、医院合计收入占比总收入分别为 53.79%、69.72%、67.92%，假设市场空间中学校和医院合计占比与公司的份额一致（3 年均值为 63.81%），则对应 2021-2025 年，减隔震行业市场空间分别为 23.29、55.50、99.29、158.04、236.05 亿元，2025 年相比 2021 年市场空间增长 10 倍以上。中期来看，保守估计到 2030 年减隔震行业市场空间超过千亿。

表5：2021-2025 年学校、医院减隔震市场空间测算（亿元）

学校	2021	2022	2023	2024	2025
基本建设投资	7200.72	7916.47	8703.36	9568.47	10519.57
渗透率	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	25.00%
成本占比	2.00%	2.10%	2.21%	2.32%	2.43%
市场空间	7.20	16.62	28.79	44.31	63.93
增速		130.87%	73.16%	53.92%	44.30%

医院	2021	2022	2023	2024	2025
固定资产投资	7658.00	8946.31	10451.36	12209.60	14263.63
渗透率	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	25.00%
成本占比	2.00%	2.10%	2.21%	2.32%	2.43%
市场空间	7.66	18.79	34.57	56.54	86.69
增速		145.33%	84.00%	63.55%	53.33%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.3. 格局：公司龙头地位较为显著，竞争对手均不具备整体解决方案能力

近年来，随着建筑减隔震技术在近几次大地震中表现出了良好性能，加上相关法律法规和产业政策的支持和鼓励，一些企业（如传统橡胶制品企业，桥梁支座生产企业等）开始进入建筑减隔震行业，在一定程度上刺激了行业的发展。目前行业内大部分企业仅为单纯的产品制造和销售商，且生产规模较小，产品质量不稳定，又缺乏减隔震理论、结构地震动力分析、减隔震设计和咨询等技术和研发能力，不具备提供减隔震技术成套解决方案的能力。根据震安科技的转债募集说明书内容，截至 2020 年底，国内具备自主研发生产能力、持续时间较长的企业大体有：云南 1 家、江苏 4 家、河北 1 家、广东 1 家、四川 1 家、湖南 1 家、广西 1 家、浙江 1 家、上海 2 家、北京 1 家。

表6：公司的竞争对手业务体量较小、不具备整体解决方案提供能力（单位：亿元）

公司名称	成立时间	所在区域	主要业务和产品	2021 年收入规模
震安科技	2010	昆明	隔震支座、消能阻尼器	6.70
海德科技	2007	苏州	房屋隔震支座、桥梁支座	1.93（2000 年）
路博科技	1996	上海	钢支座、阻尼、橡胶支座	0.35（2000 年）
天铁股份	2003	台州	钢轨波导吸振器、隔离式橡胶减振垫、嵌丝橡胶道口板	17.13

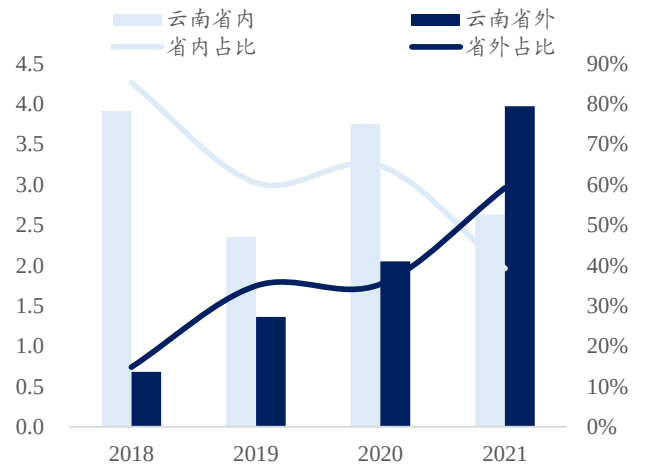
数据来源：Wind、东吴证券研究所

截至 2021 年年底，公司在云南省内市占率超过 50%、全国范围内市占率超过 40%。2018 年 12 月以前，除云南省外全国其他地区执行隔震橡胶支座国家标准，技术指标要求较低，主要以价格竞争为主；对于如首都新机场、北京行政副中心等重大创新项目技术指标要求较高，只有技术水平及综合服务能力较强的厂家才能参与竞争；云南省内采取云南地方标准，技术指标高于国家标准，只有技术水平能够满足地方标准的厂家才能参与竞争。公司地处云南省，具有一定的区位优势，再加上云南省政府对于减隔震行业的大力支持，经过多年的努力，形成了较为成熟的建筑减隔震整体解决方案能力，截至 2020 年年底，公司在云南省内市场占有率超过 50%。在全国市场占有率方面，2017 年全国新开工房屋减隔震建筑工程 2042 栋，公司已发货的在建减隔震建筑为 615 栋，占全国新开工减隔震建筑栋数比例为 30.12%；2018 年度全国新开工减隔震工程 1783 栋，公司已发货的在建减隔震建筑为 740 栋，占全国新开工减隔震建筑栋数比例为 41.5%。

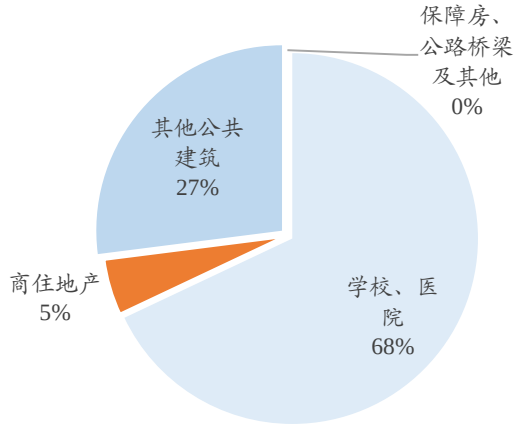
图9：2018-2021 年公司省内和省外业务收入占比（亿元）

图10：2018 年公司主营业务收入按产品使用类别区分

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：Wind、东吴证券研究所



数据来源：Wind、东吴证券研究所

3. 核心竞争力：标准制定+技术引领+产能扩张，稀缺的整体解决方案供应商

1）**标准制定和引导者**：公司凭借行业领先地位推动了多项地方及国家标准的制定，且自己生产的产品标准高于国家标准，随着隔震技术的进一步推广和应用，隔震产品的国家标准预期会进一步提高，公司具有较大的先发优势。2）**行业开创和引领者**：公司高管周福霖院士是减隔震行业泰斗，为推动我国减隔震行业发展作出贡献，公司下设的周福霖院士工作站具有较强的研发能力和较高的产品制造工艺水平，近二年来公司研发人员占比均在 15%以上，研发投入占比持续提升。3）**提供整体解决方案**：由于减隔震行业产品非标化+服务定制化，设计和施工单位缺乏专业人才，因此对生产商提出更高要求，公司具备行业稀缺的整体解决方案供应能力。4）**云南经验全国推广**：云南由于其地理原因，是我国减隔震行业技术和标准的发源地，公司起家云南、深耕云南，具有独特区位优势，且随着政策的落地和行业的推广，正在将云南的案例和经验向全国范围内推广。5）**产能和订单均饱满**：产能方面，公司以销定产，IPO 和转债募投项目投产后将新增减隔震制品产能合计 11 万套/年；订单方面，截至 2022 年 4 月 25 日，公司主要在手订单及意向订单金额合计 9.46 亿元（含税），是 2021 年公司收入的 141.07%，饱满产能和订单为业绩高增长提供充足动力。

3.1. 标准制定和引导者：地区和国家现行行业标准制定者，先发优势明显

公司凭借行业领先地位推动了多项地方及国家标准的制定。1）**行业标准**：公司目前参与编制云南省地方标准《建筑消能减震应用技术标准》、《建筑隔震弹性滑板支座施工及验收规范》，参与编制行业标准《建筑摩擦隔震技术规程》、《建筑消能阻尼器》（JG/T 209 修订）、《建筑用低屈服点钢材》等。2020 年公司参与修订的云南省地方标准《建筑

请务必阅读正文之后的免责声明部分

工程叠层橡胶隔震支座性能要求和检验标准》（DBJ53/T-47-2020）和《建筑工程叠层橡胶隔震支座施工及验收标准》（DBJ53/T-48-2020）通过云南省住房城乡建设厅审查，该标准自 2021 年 1 月 1 日起正式实施。修订后的地方标准将隔震橡胶支座的极限剪切变形要求由 400%提高到 450%，提高了隔震支座的罕遇地震、超罕遇地震的剪切变形能力和地震安全性。这些行业标准的制定为减隔震行业的规范化发展和减隔震产品质量的提高起到了积极作用。2）**产品标准**：公司采用的产品标准高于国家标准，不仅保证了隔震产品的高质量（公司目前产品的生产合格率超过 90%），而且也进一步提高了隔震建筑物在大地震中的安全储备。随着隔震技术的进一步推广和应用，隔震产品的国家标准预期会进一步提高，公司具有较大的先发优势。

表7：公司采用的云南省地标与与国家标准具体对比

指标	国标《橡胶支座第 3 部分：建筑隔震橡胶支座》	国标《建筑抗震设计规范》	地标《建筑工程叠层橡胶隔震支座性能要求和检验规范》
极限剪应变	分为 A-F 六类，其中 A 类为大于等于 350%，F 类为小于 150%	可取值为 300%	统一规定为 400%
剪切性能允许偏差	分为 S-A 类和 S-B 类，其中，S-A 类的单个试件测试值偏差允许值为±15%，一批试件平均测试值偏差允许值为±10%，S-B 类相应的测试值偏差允许值分别为±25%和±20%	将两种分类的“调整系数”（安全系数）加以区分，即 S-A 类为 1/0.85，S-B 类为 1/0.8	均应达到 S-A 类，即单个试件测试值偏差允许值为±15%，一批试件平均测试值偏差允许值为±10%
检验	包括型式检验和出场检验。对于出厂检验，一般建筑，抽样检验不少于总数的 20%；重要建筑，抽样检验不少于总数的 50%；特别重要建筑，100%检验		包括型式检验、出厂检验、第三方检验和进场验收。隔震支座产品在使用前应由具有专门资质的检测机构进行 100%第三方检验

数据来源：震安科技招股说明书、东吴证券研究所

3.2. 行业开创和引领者：减隔震行业泰斗周福霖院士坐镇，技术水平领先

1）建筑隔震橡胶支座的生产主要包括钢板的切割、清洗干燥、涂刷胶黏剂，橡胶的塑炼、配料、混炼，以及最后的硫化装配等工艺流程。生产工艺环节中对产品质量的影响因素错综复杂，再加上目前行业对建筑隔震产品的质量要求越来越高，这使得橡胶的配方设计、钢板表面的处理、胶黏剂的喷涂工艺、硫化工艺等任何一个细小环节的问题都将导致产品质量的不合格。2）消能阻尼器关键技术性能指标包括屈服承载力、屈服位移、极限位移、疲劳性能等，《建筑消能减震技术规程》（JGJ297-2013）、《建筑消能阻尼器》（JGT209-2012）等对上述指标有明确的性能指标要求。公司自 2013 年开始对减震产品进行技术研发，现已掌握屈曲约束支撑、黏滞阻尼器、摩擦阻尼器、软钢阻尼器等产品的关键生产技术并不断提升产品性能指标。

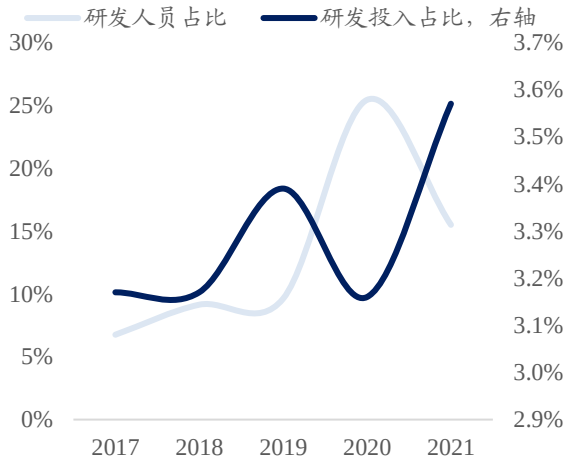
公司成立了院士工作站——周福霖工作站（周福霖院士是我国著名工程结构与工程抗震减灾专家，为创立适合我国国情的“隔震、消能和减震控制技术体系”作出贡献，目前是公司的独立董事之一），目前拥有国内橡胶、高分子材料、化学、机械加工、工程结构方面的技术人员、研发人员 124 人，并且能够与国内众多设计院进行长期合作，具有较强的研发能力和较高的产品制造工艺水平。经过长期的试验和经验积累，公司在橡胶配方、钢板表面处理、胶黏剂的粘接工艺、硫化工艺、结构设计、耐久性能等方面都积累了大量的技术参数和经验，从而有能力生产出高质量、高性能的减隔震产品。2017-2021 年，公司研发人员数量占比分别为 6.75%、9.14%、9.62%、25.43%、15.49%，研发投入占比收入分别为 3.17%、3.17%、3.39%、3.16%、3.57%。

图11：周福霖院士在雄安新区减隔震技术会上发言



数据来源：震安科技公司官网、东吴证券研究所

图12：2017-2021 年公司研发人员及研发投入占比



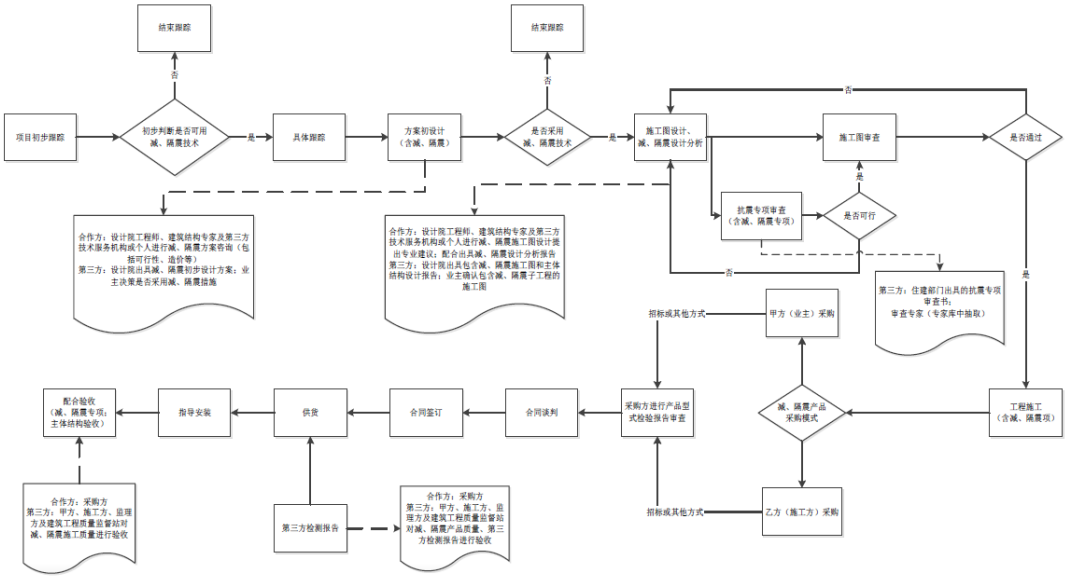
数据来源：Wind、东吴证券研究所

3.3. 提供整体解决方案：产品非标化+服务定制化，对生产商提出更高要求

由于减隔震产品的特殊性和非标准化，设计单位往往缺乏专业人才（目前国内多数设计院并无隔震设计专业人员），施工单位也往往缺乏专业的施工经验，生产商如果没有一定的减隔震技术背景，只局限于产品的生产和销售是很难满足客户需求的。因此，具有竞争力的减隔震产品生产厂商应该是减隔震产品研发、生产、销售，以及提供减隔震咨询、设计、安装指导、更换、维护等相关技术服务的整体解决方案的供应商。公司通过资源整合，突破了单纯产品生产企业的局限性，能够为工程项目提供减隔震技术咨询，减隔震结构分析设计，减隔震产品研发、设计、生产、检验、销售、监测以及指导安装与更换等全产业链和全方位整体隔震解决方案。作为云南省减隔震研发示范基地、云南省工程结构减隔震应用工程研究中心以及院士工作站——“周福霖院士工作站”，公司拥有先进的研发实验室和优秀的技术团队，在为客户提供整体解决方案的同时，还能不断优化减隔震设计方案，有利于控制建筑工程造价、保证减隔震建筑的经济性，为

减隔震产品的销售提供保障。

图13：公司的销售业务流程图（直销为主）



数据来源：震安科技招股说明书、东吴证券研究所

3.4. 云南经验全国推广：深耕云南具有独特区位优势，复制经验拓展全国

1）**公司地处于云南，具有独特的地理位置优势**。公司所在地云南省全部国土面积都处于地震烈度6度及以上的设防区，其中7度和8度设防面积占全省总面积的78.6%，加上9度区，占总面积的84%，设防区面积之大，烈度之高，居全国首位，是我国地震发生最多的省份之一（数据来源：云南省地震局）。这使得云南省有较多的减隔震技术方面的研发和设计资源，公司通过与众多设计院、研究院等合作，为减隔震产品的生产提供有力的技术支持。其次，云南省对于建筑抗震设计的高要求、政府对减隔震行业在政策方面的大力支持，也为公司在行业内保持较强的竞争力和可持续发展提供了政策保证。另外，云南省又是天然橡胶的产出大省，公司能够就近获得优质原材料，有利于降低生产成本，提高竞争力。除云南外，公司在河北唐山和江苏常州都有生产基地，便于公司产能的全国覆盖。2）**公司将云南经验向全国范围内推广复制**。随着《建设工程抗震管理条例》的落地实行以及减隔震技术在全国范围内的推广和应用，全国各省市陆续支持相关建筑强制或优先使用减隔震技术，建筑减隔震产品市场需求将越来越大。因此，公司凭借在产品技术、产品标准、整体解决方案、品牌及项目经验等方面的竞争优势，为云南省外市场开拓积累了经验。公司现已在重要云南省外市场设立办事处，并建立销售大区，逐步将云南省的成功经验推广到全国各地。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.5. 产能和订单均饱满：产能实现翻倍增长，订单占比去年收入为 141%

公司现有生产基地位于昆明市、唐山市和常州市，主要采用以销定产，并保持合理库存的模式，根据销售订单和市场需求制定生产计划，再根据实际发货需求对生产计划及时做出相应的调整或变更。公司将钢板及预埋件生产、铅芯制作等通用性和可替代性较强、技术含量较低的加工过程通过委外加工生产。公司的隔震产品和减震产品型号众多，其中隔震产品型号十余种，减震产品型号多达上百种，产品差异较大，且均为按照合同订单定制生产的产品。**在建产能方面**：1）2021 年 5 月末公司减隔震制品生产线技术改造项目设备投入及改造安装结束，并已完成验收，新增橡胶减隔震制品年产能 1.2 万套。2）截至 2021 年末，公司主要在建生产基地共两个，计划总投资合计 6.49 亿元（预计使用 IPO 及“震安转债”募集资金合计 5.49 亿元），已投资 3.64 亿元，尚需投资 2.85 亿元，待项目投产后，预计可新增减隔震制品年产能合计 11 万套。**在手订单方面**，根据公司的债券跟踪评级报告，截至 2022 年 4 月 25 日，公司主要在手订单及意向订单金额合计 9.46 亿元（含税），是 2021 年公司收入的 141.07%，在手订单饱满。

表8：2021 年末公司主要在建项目投资情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	已投资	实现产能
新建智能化减隔震制品装备制造基地项目（IPO）	3.49	1.31	预计新增橡胶减隔震制品产能 5 万套
新建智能化减震及隔震制品装备制造基地项目（可转债）	3.00	2.33	年产量约为 3 万套减震产品及 3 万套隔震产品
合计	6.49	3.64	

数据来源：震安科技债券跟踪评级报告、东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

核心假设：

1）销量：假设公司 2022-2024 年隔震产品销售量分别为 3.20、4.80、6.73 万套，同比增速分别为 20.00%、50.00%、40.00%；减震产品销售量分别为 6.82、10.23、14.32 万套，同比增速分别为 20.00%、50.00%、40.00%；

2）收入：假设 2022-2024 年隔震支座收入分别为 6.50、11.21、18.05 亿元，同比增速分别为 38.00%、72.50%、61.00%，毛利率分别为 44.20%、46.20%、48.20%；消能阻尼器收入分别为 5.95、9.37、13.11 亿元，同比增速分别为 237.94%、57.50%、40.00%，毛利率分别为 42.82%、45.82%、48.82%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表9：公司营收预测表（单位：亿元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
隔震支座	4.71	6.50	11.21	18.05
yoy	6.84%	38.00%	72.50%	61.00%
弹性滑移支座	0.02	0.03	0.03	0.03
yoy	-23.01%	50.00%	-8.33%	-2.27%
消能阻尼器	1.76	5.95	9.37	13.11
yoy	34.76%	237.94%	57.50%	40.00%
其他产品	0.09	0.06	0.06	0.06
其他业务收入	0.11	0.08	0.10	0.07
合计	6.70	12.61	20.76	31.32
yoy	15.48%	88.12%	64.62%	50.88%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

盈利预测：2022-2024 年公司营收分别为 12.61、20.76、31.32 亿元，同比增速分别为 88.12%、64.62%、50.88%；归母净利润分别为 1.98、3.78、6.46 亿元，同比增速分别为 126.01%、91.33%、70.74%，EPS 分别为 0.81、1.56、2.66 元。

估值及投资建议：我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.81、1.56、2.66 元，对应 PE 分别为 68、35、21 倍，考虑到：1）行业层面，减隔震行业是具备 10 倍以上市场空间的朝阳产业；2）核心竞争力方面，公司作为稀缺的整体解决方案供应商，标准制定+技术引领+产能扩张，龙头地位较为显著；3）更重要的是，行业发展和公司成长背后的核心逻辑，是人民群众从最早的没房子住，到过去和现在的有房子住，再到现在和将来想要住好房子，顺应了产业发展的趋势和方向，因此，我们首次覆盖给予公司“买入”评级。

表10：公司与 A 股部分防震行业公司的估值比较（截至 2022 年 5 月 27 日）

证券代码	公司	市值（亿）	2022 归母净利润（亿元）	2023 归母净利润（亿元）	2024 归母净利润（亿元）	2021PE	2022PE	2023PE
300587.SZ	天铁股份	87.4	4.8	7.1	10.42	18	12	8
可比公司平均估值						18	12	8
300767.SZ	震安科技	134.0	1.98	3.78	6.46	68	35	21

数据来源：天铁股份盈利预测来自于 Wind 一致预期、东吴证券研究所

5. 风险提示

1）宏观层面，疫情冲击使得企业经营风险加大，供应链物流受到冲击影响公司生产、销售和发货；下游基建、地产行业进展不达预期；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2）中观层面，减隔震行业渗透率提升速度不达预期，使得公司业务进展不达预期；公司产能投放节奏不达预期、设计和销售专业人才招聘进度不达预期，在和竞争对手竞争中明显落于下风的风险；

3）微观层面，公司项目执行进度和节奏不达预期；应收账款形成坏账的风险；产品推广进展不达预期；

4）人工成本快速上升，使得费用高企，利润释放不达预期的风险等。

震安科技三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	**1,425**	**2,104**	**3,039**	**4,328**
货币资金及交易性金融资产	402	649	691	852
经营性应收款项	614	917	1,505	2,262
存货	341	452	709	1,017
合同资产	32	60	99	149
其他流动资产	37	25	35	48
非流动资产	**639**	**866**	**1,109**	**1,321**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	290	409	527	623
在建工程	251	364	493	613
无形资产	51	47	43	40
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	47	46	46	45
资产总计	**2,064**	**2,970**	**4,148**	**5,649**
流动负债	**562**	**945**	**1,416**	**1,915**
短期借款及一年内到期的非流动负债	118	118	118	118
经营性应付款项	266	482	755	1,083
合同负债	25	46	72	103
其他流动负债	153	300	471	612
非流动负债	195	195	195	195
长期借款	0	0	0	0
应付债券	175	175	175	175
租赁负债	2	2	2	2
其他非流动负债	18	18	18	18
负债合计	**757**	**1,140**	**1,611**	**2,110**
归属母公司股东权益	1,285	1,506	1,916	2,601
少数股东权益	23	17	7	-10
所有者权益合计	**1,308**	**1,523**	**1,923**	**2,591**
负债和股东权益	**2,064**	**2,970**	**4,148**	**5,649**

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**670**	**1,261**	**2,076**	**3,132**
营业成本(含金融类)	391	708	1,109	1,591
税金及附加	6	11	18	27
销售费用	94	174	290	440
管理费用	47	89	147	222
研发费用	24	45	74	112
财务费用	2	14	23	35
加:其他收益	8	14	21	28
投资净收益	4	7	11	17
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	-21	-22	-22	-22
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**97**	**219**	**425**	**729**
营业外净收支	1	3	2	2
利润总额	**98**	**222**	**427**	**731**
减:所得税	13	29	59	102
净利润	**85**	**192**	**368**	**629**
减:少数股东损益	-2	-5	-10	-17
归属母公司净利润	**87**	**198**	**378**	**646**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.36	0.81	1.56	2.66
EBIT	94	234	438	740
EBITDA	114	274	486	794
毛利率(%)	41.68	43.86	46.56	49.20
归母净利率(%)	13.05	15.68	18.22	20.62
收入增长率(%)	15.48	88.12	64.62	50.88
归母净利润增长率(%)	-45.58	126.01	91.33	70.74

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-183	194	14	87
投资活动现金流	-205	-234	-246	-208
筹资活动现金流	262	287	275	281
现金净增加额	-125	248	42	160
折旧和摊销	20	40	48	54
资本开支	-212	-241	-258	-225
营运资本变动	-328	-210	-586	-759

重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净资产(元)	5.93	7.03	9.05	12.44
最新发行在外股份（百万股）	243	243	243	243
ROIC(%)	5.91	11.87	18.71	24.96
ROE-摊薄(%)	6.81	13.13	19.75	24.83
资产负债率(%)	36.66	38.39	38.83	37.36
P/E（现价&最新股本摊薄）	153.23	67.80	35.43	20.75
P/B（现价）	9.31	7.86	6.10	4.44

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn