

2022 年 11 月 28 日

北交所研究团队

特瑞斯：天然气行业持续景气，集输设备“小巨人”稳步增长

——北交所新股申购报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● **燃气集输应用装备专精特新“小巨人”，四年营收 CAGR14.61% 盈利能力稳定**
特瑞斯专注于研发、生产、销售各类燃气集输专用集成设备，共参与编制了 11 项国家标准和行业标准，累计获得专利 98 项，被江苏省工业和信息化厅评为 2021 年度江苏省“专精特新”小巨人企业；2022 年 8 月通过了第四批国家级专精特新“小巨人”企业认定审核。营业收入在 2018-2022H1 保持快速增长的趋势，2021 年同比上涨 23.13% 达到 6.10 亿元，2018-2021 的 CAGR 达 14.61%。2022H1 同比增长 23.14% 达到 2.43 亿元。2022H1 净利润为 1,706.33 万元，同比增长 2.09%。净利润率稳定在 10%-13% 之间。

● **非标撬装天然气集成系统贡献五成毛利，行业内技术及市场地位领先**
特瑞斯主要产品为非标撬装天然气集成系统、标准天然气调压集成设备和天然气调压核心部件及配套产品，2019-2022H1 非标撬装燃气集成系统对毛利的贡献比例分别为 62.50%/58.97%/55.45%/51.97%，为最大毛利贡献项目。标准燃气调压集成设备的毛利贡献占比保持上升趋势，分别为 19.77%/17.46%/26.30%/29.43%。特瑞斯在行业内技术领先，累计获得 98 项专利，国内外生产资质齐全，参与编制了 11 项国家标准和行业标准，轴流式调压阀、轴流式电动调节阀和翻板式安全切断阀产品填补国内空白，市占率超过主要竞争对手，在行业内地位领先。

● **天然气市场稳步扩张，特瑞斯在客户同类型产品采购额中占比最高达 44%**
能源消费结构转型升级背景下，我国天然气市场保持较快增长势头。2011-2020 年间我国天然气产量与消费量年复合增长率分别为 6.92%、10.45%。我国的天然气消费规模预计在 2025 年达到 4,300 亿~4,500 亿立方米，天然气产量在 2025 年预计达到 2,300 亿立方米以上，其后继续稳步增长。特瑞斯与国家管网集团、三大油气供应商、跨区域经营的燃气运营集团以及地方燃气公司均建立了稳定而长期的合作关系，所供应的产品销售额在客户同类型产品采购额中占比最高达 44%，截至 2022H1 掌握在手订单总金额已达到 3.71 亿元，其中来自主要集团客户的金额达到 1.5 亿元，客户资源丰富且合作稳定。

● **拟募资 3.9 亿元用于产能扩张及研发中心建设，本轮发行估值处于低位**
特瑞斯公开发行底价 16.18 元/股，拟发行不超过 2,100 万股，拟投入募集资金 3.34 亿元用于天然气输配及应用装备产能建设项目、研发中心建设项目建设，产能建设项目预计三年完成建设后年均形成收入和净利润分别为 45,146.00 万元和 5,455.86 万元。特瑞斯此轮发行底价对应稀释后 2021PE 为 22.0X，低于行业平均 2021PE 44.4X、PE TTM 44.3X 的水平。

● **风险提示：**政策风险、技术创新风险、行业竞争加剧风险。

相关研究报告

《欧康医药：天然黄酮提取“小巨人”，推进中草药融入主流市场——北交所新股申购报告》-2022.11.27

《北证 50 指数基金获批，详解北证 50 的投资价值——北交所策略专题报告》-2022.11.27

《柏星龙：创意包装领域先行者，聚焦个性设计新方向——北交所新股申购报告》-2022.11.26

目 录

1、 公司情况：专精特新“小巨人”，专注燃气集输系统二十年	4
1.1、 产品结构：专注天然气输配装备，非标撬装集成系统贡献五成毛利	5
1.2、 财务状况：四年营收 CAGR14.61%，净利率稳定于 10%-13%	11
1.3、 竞争优势：技术领先经验丰富，客户资源优质合作稳定	12
1.4、 募投项目：86%募集资金用于产能扩张及研发中心建设	14
2、 行业情况：特瑞斯行业地位领先，受益燃气市场稳步增长	15
2.1、 市场规模：天然气市场增长稳定，输配应用装备国产化智能化	15
2.2、 竞争情况：特瑞斯产品填补国内空白，市占率领先同行	19
2.3、 行业壁垒：技术积累及准入资质构成主要壁垒	20
3、 公司看点：天然气市场长期向好，集团客户合作紧密	21
3.1、 行业方面：国家推动“双碳”目标，天然气市场长期保持发展	21
3.2、 公司方面：集团客户资源合作紧密，上半年在手订单达 3.71 亿	21
4、 可比估值：本轮发行对应 PE22.0X 处于可比公司	23
5、 风险提示	23

图表目录

图 1： 2022 年 8 月通过国家级专精特新“小巨人”认定审核	4
图 2： 四名实际控制人合计控制 60.98%股份	4
图 3： 特瑞斯产品主要应用于天然气输配及应用环节	5
图 4： 城市燃气门站承担天然气接收和计量等多项功能	7
图 5： 区域调压站承担接收天然气并调压等功能	7
图 6： 燃气轮机需配套天然气场站设备供应燃料天然气	8
图 7： 大型工业用户燃气调压站负责预处理、调压等功能	8
图 8： 天然气调压箱供气持续性可靠性为用户选择标准	8
图 9： 楼宇调压箱体积大小、安装便捷	8
图 10： 非标撬装燃气集成系统为主要应收贡献项	10
图 11： 非标撬装燃气集成系统毛利贡献最大项	10
图 12： 燃气调压核心部件及配套产品毛利率最高	10
图 13： 2018-2021 营业收入 CAGR 达 14.61%	11
图 14： 特瑞斯的收入确认相对集中在下半年	11
图 15： 2020 年净利润产生较大上升	12
图 16： 2020 年净利率率上升至 23.58%高位	12
图 17： 期间费用率保持稳定（万元）	12
图 18： 研发费用率维持上升趋势	12
图 19： 合作客户包含多家大型国有燃气企业	14
图 20： 2020 年我国天然气产量与消费量达 1940 亿立方米、3306 亿立方米	16
图 21： 预计到 2025 年我国城市天然气消费量达 1,500 亿立方米	16
图 22： 2025 年我国工业燃料用天然气预计达到 1,450 亿立方米	17
图 23： 2025 年中国的发电用天然气预计达到 1,000 亿立方米	17

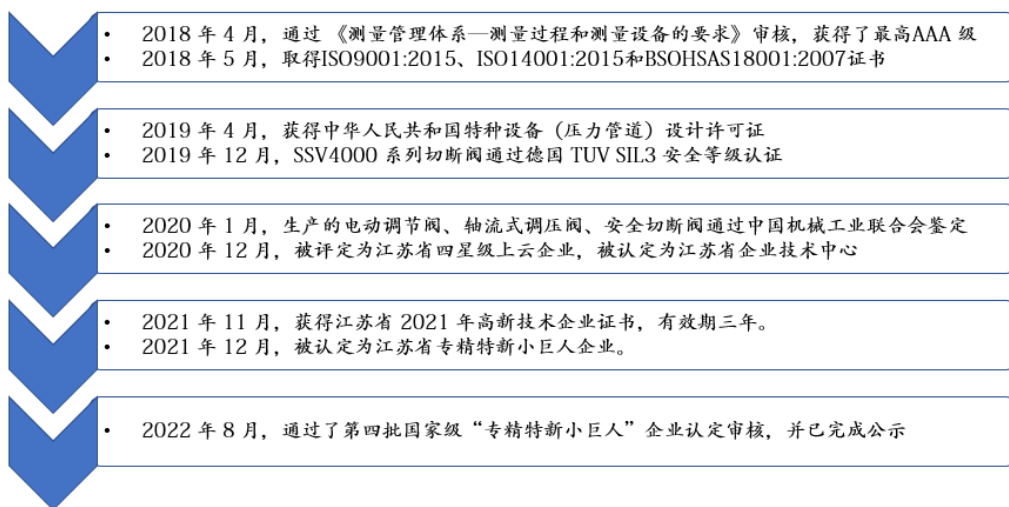
表 1： 高级管理人员拥有丰富从业经验	5
---------------------------	---

表 2: 长输管线输气站调压计量设备包含压力控制系统等多个门类产品	6
表 3: 天然气调压核心部件及配套产品主要包括调压阀、调节阀等产品	9
表 4: 各产品分类的产销率均保持较高水平	10
表 5: 特瑞斯参与起草 11 项行业及国家标准	13
表 6: 拟投入 3.34 亿元用于产能建设项目及研发中心建设	15
表 7: 特瑞斯三项产品填补国内空白	19
表 8: 主要竞争对手包括春晖智控、水发燃气等公司	19
表 9: 市场较为分散的情况下特瑞斯的市场占有率高于竞争对手	20
表 10: 前五大客户涵盖多种类型燃气公司	22
表 11: 特瑞斯产品销售额最高占客户同类产品采购额 44%	23
表 12: 特瑞斯此轮发行估值低于行业可比平均	23

1、公司情况：专精特新“小巨人”，专注燃气集输系统二十年

特瑞斯能源装备股份有限公司成立于1997年,专注于研发、生产、销售各类燃气集输专用集成设备,经过多年的发展积累,已经形成燃气集输系统、集输核心设备、燃气智能管控系统三大类、百余个品种的产品,广泛应用于公用事业、燃气发电、工业原料等行业和领域。特瑞斯共参与编制了11项国家标准和行业标准,累计获得专利98项,其中发明专利14项,被江苏省工业和信息化厅评为2021年度江苏省“专精特新”小巨人企业;2022年8月,通过了第四批国家级专精特新“小巨人”企业认定审核,并已完成公示。

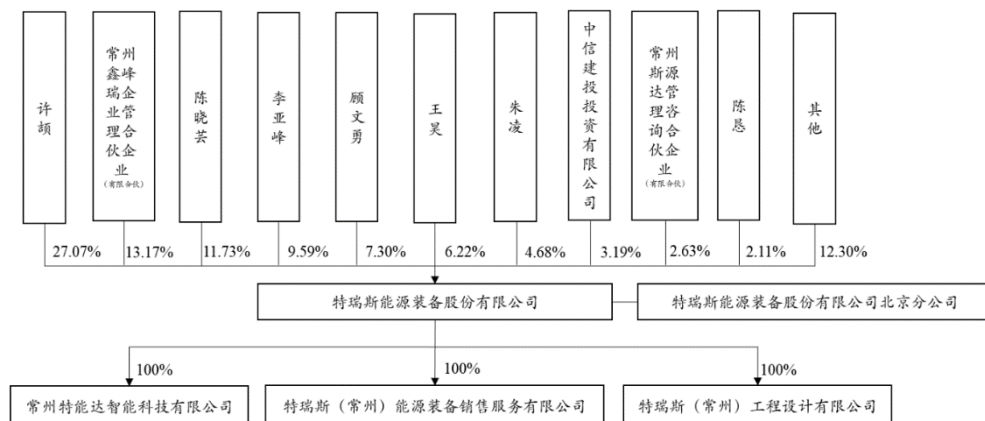
图1：2022年8月通过国家级专精特新“小巨人”认定审核



资料来源: Wind、开源证券研究所

特瑞斯控股股东为许颀,实际控制人为许颀、郑玮、李亚峰、顾文勇。许颀直接持有并控制27.07%股份,通过鑫峰瑞间接持有0.92%;郑玮直接持有并控制1.20%股份,为许颀的配偶;李亚峰直接持有并控制9.59%股份,通过担任鑫峰瑞、斯源达的执行事务合伙人控制15.81%股份,并通过鑫峰瑞、斯源达间接持有4.94%股份;顾文勇直接持有并控制7.30%股份,通过鑫峰瑞间接持有0.79%股份。

图2：四名实际控制人合计控制60.98%股份



资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

特瑞斯高级管理人员共4名,李亚峰任总经理,王粉萍任副总经理、财务总监、

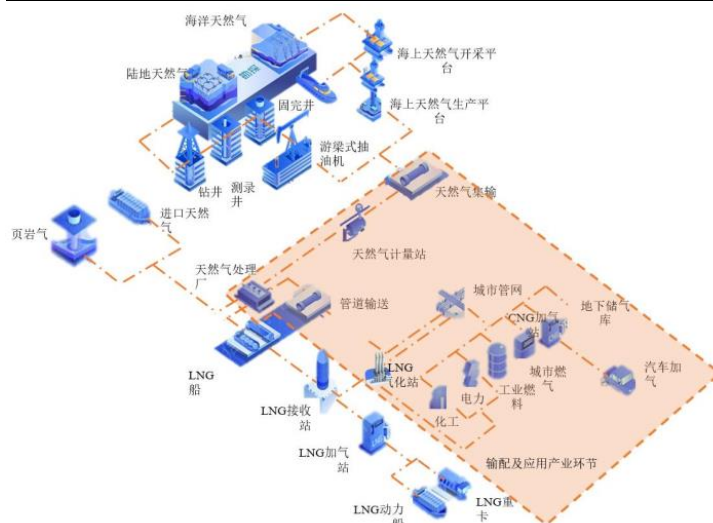
表1: 高级管理人员拥有丰富从业经验

序号	姓名	职务	任期	经历简介
1	李亚峰	总经理	2021 年 10 月 28 日至 2024 年 10 月 27 日	1973 年 2 月出生，本科学历。2009 年 4 月至 2010 年 12 月，任特瑞斯有限监事；2010 年 12 月至 2012 年 9 月，任特瑞斯有限董事；2012 年 9 月至 2015 年 12 月，任公司董事；2015 年 12 月至 2018 年 11 月，任公司董事、副总经理；2018 年 12 月至今，任公司董事、总经理；2021 年 12 月至今任特瑞斯销售执行董事、总经理。
2	王粉萍	副总经理、财务总监、董事会秘书	2021 年 10 月 28 日至 2024 年 10 月 27 日	1970 年 2 月出生，大专学历。2001 年 7 月至 2012 年 9 月，任特瑞斯有限财务经理；2012 年 9 月至 2015 年 9 月，历任公司成本会计、企管主管、财务经理；2015 年 9 月至 2017 年 7 月，任公司财务总监；2017 年 7 月至 2018 年 12 月，任公司董事会秘书、财务总监；2018 年 12 月至今任公司董事、副总经理、董事会秘书、财务总监。
3	顾文勇	副总经理	2021 年 10 月 28 日至 2024 年 10 月 27 日	1967 年 7 月出生，大专学历。1990 年 7 月至 1996 年 12 月，任江苏省化工设备制造安装有限公司技术员；1997 年 1 月至 2010 年 9 月，任特瑞斯有限副总经理；2010 年 10 月至 2012 年 9 月，任特瑞斯有限董事、副总经理；2012 年 9 月至今任公司董事、副总经理。
4	薛峰	副总经理	2021 年 10 月 28 日至 2024 年 10 月 27 日	1980 年 10 月出生，本科学历。2006 年 3 月至 2012 年 9 月，历任特瑞斯有限技术员、项目经理；2012 年 9 月至 2018 年 12 月，历任公司项目经理、总经理助理；2018 年 12 月至 2019 年 1 月，任公司总经理助理、监事；2019 年 1 月至 2020 年 10 月，任公司副总经理；2020 年 10 月至今，任公司董事、副总经理。

1.1、产品结构：专注天然气输配装备，非标撬装集成系统贡献五成毛利

特瑞斯专注于天然气中下游输配及应用装备领域，主要产品为非标撬装天然气集成系统、标准天然气调压集成设备和天然气调压核心部件及配套产品，可满足天然气行业差异化场景内的天然气调压、计量等需求。

图3: 特瑞斯产品主要应用于天然气输配及应用环节



非标撬装天然气集成系统是根据用户特定需求,进行整体系统个性化设计、部

件选型和生产，并组装集成的非标准化天然气调压计量系统产品。特瑞斯生产的非标准撬装天然气集成系统包括长输管线输气站调压计量设备，城市门站、区域调压站调压计量设备，以及大型工业用调压计量系统。

长输管线输气站调压计量设备指设置在燃气长输管线起点、输入点、输出点上，对下游用户或站场自用气进行压力设定、流量计量及调配等的燃气调压计量装置。在这一领域，特瑞斯产品已多次应用于国家级重大输气工程，包括“西气东输”、“陕京管线”、“川气东送”、“中俄东线”等重大工程中，并成为北京、广东、贵州、安徽等区域天然气管网重要供应商。

表2：长输管线输气站调压计量设备包含压力控制系统等多个门类产品

系统分类	示意图	产品作用及特点
压力控制系统		压力控制系统包括调压、限流及自动控制等多种功能，通常由安全紧急切断阀、监控调压阀、工作调压阀等设备按顺序组成气体调压装置并配套仪器仪表。特瑞斯凭借丰富的系统集成经验，配置具备 DVGW 认证和 PED 认证的安全紧急切断阀、监控调压阀和工作调节阀等核心部件，以确保系统稳定可靠地运行
天然气计量系统		天然气计量系统为天然气长输管道分输站中进行贸易交接的撬装计量系统，通常由过滤模块、计量模块、流量比对模块、气体色谱分析模块、在线标定模块、放空模块和燃气泄露报警模块等模块组成，具备过滤、计量、气体组份分析、流量比对、在线标定、系统放空、自动切换等功能。特瑞斯凭借自身较强的产品及系统设计能力、工装能力、检测能力和丰富的安装实施经验，确保天然气计量系统实现较高的密封性、稳定性和计量精度
集成撬装式分输系统		集成撬装式分输站系统包括天然气清洁过滤、调压、计量、温度控制、燃气泄露报警及数据采集监控等功能，应用在长输管道天然气向下游城市门站分配环节。特瑞斯集成撬装式分输站设备具备流通能力大、压损小、噪音低等特点，并可根据客户需求增添远程切断、阀门阀位远传、指挥器加热、限流限压和遥控遥调等功能模块，以帮助客户实现远程控制设备，从而提升客户运营效率。
自用气压力/流量控制系统		自用气压力/流量控制系统主要包括过滤、加热、调压、计量、分配、放空、放散、泄露报警和自动切换等功能，主要应用在天然气长输管道输气站、计量站、储配站、调压站等场景。由于分输站自用天然气需从较高压力水平降低至民用压力水平，中间压差较大，若出现故障会导致较高危险性，因此该系统具有间歇供气、用气压力调节范围大、计量要求高、防爆要求高和安全性能高等特点。
燃料压力/流量控制系统		燃料压力/流量控制系统主要包括过滤、加热、调压、计量、放空、放散、泄露报警和自动切换等功能，主要由过滤加热系统、计量系统、调压系统、放空系统和燃气泄露报警系统等子系统组成，主要服务于燃气轮机场景下天然气供应需求。该系统具备供气连续稳定、压力调节范围大、防爆要求高和安全性要求高等特点，对调节阀在快速启闭、反应速度、调压精度和流通能力方面有较高的要求。

系统分类	示意图	产品作用及特点
天然气组分分析系统		天然气组分分析系统通常由分析仪表、样气处理系统、防爆组件、温度报警器、可燃气体报警器等部件组成，主要功能为针对天然气中组分及含量比例进行分析。特瑞斯可根据用户个性化需求，为其提供在线天然气组分分析解决方案，相对于非在线系统能够实现对系统数据进行实时采集、传输、分析，确保用户密切监控系统运营状态和及时发现问题，便于用户快速采取解决措施，从而提升运营效率。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

在天然气输配过程中，长输管线天然气需要先经过城市燃气门站处理后方可进入城市天然气输配系统。城市燃气门站通常由集清管球收发装置、过滤、计量、气体加热、调压、加臭和站控等模块组成，包括天然气接收、预处理、调压和计量等多项功能。特瑞斯可根据客户需求对前述模块进行个性化配置，用以满足不同地区不同规模城市天然气输配系统的差异化供气需求。

区域调压站由过滤设备、调压器和计量装置等部件构成的天然气调压计量系统，位于城市燃气门站下游，通过接收来自城市燃气门站的天然气，并进行过滤、调压和计量等，再向城镇一定区域内的民用、工业等用户输配天然气。特瑞斯可根据用户需求进行设计制造，为用户提供符合压力、精度等要求的区域调压站产品。

图4：城市燃气门站承担天然气接收和计量等多项功能



资料来源：招股说明书

图5：区域调压站承担接收天然气并调压等功能



资料来源：招股说明书

大型工业用调压计量系统包含燃气轮机发电配套天然气场站设备及大型工业用户燃气调压站两类产品。燃气轮机发电配套天然气场站设备由入口、计量、燃气预处理、调压、温度调节、放散、排污和安全监控等模块构成，是燃气发电站配套系统，用于向发电站内燃气轮机输送燃料用天然气；大型工业用户燃气调压站由调压器、安全切断阀、放散阀和泄露报警装置等部件组成的调压系统。该系统通过对天然气进行预处理、调压和计量等，再向大型工业用户提供天然气，以满足大型工业用户用气需求。

图6：燃气轮机需配套天然气场站设备供应燃料天然气


资料来源：招股说明书

图7：大型工业用户燃气调压站负责预处理、调压等功能


资料来源：招股说明书

标准天然气调压集成设备为根据既定的产品设计方案或客户所提供的产品方案而进行生产的产品类型，可根据设计方案进行批量化生产应用。特瑞斯标准天然气调压集成设备包括箱式调压计量站和楼宇调压箱。

天然气调压箱由调压器、切断阀、放散阀和过滤器等部件组成，用于实现燃气过滤、调压和计量等功能的设备。用户产品选择更重视供气的持续性和可靠性等，特瑞斯可根据用户需求进行产品设计和生产，提供符合用户在压力、流量和精度等方面要求的天然气调压箱，满足民用或工业用等场景的天然气输配及应用需求。

楼宇调压箱主要由调压阀、紧急切断阀、过滤器、手动球阀等部件组成，由于楼宇调压箱使用者主要为民用和小型公共服务用户，客户在选择天然气调压设备上更重视体积大小、安装便捷等因素。特瑞斯可根据用户需求进行产品设计和生产，提供符合用户在流量、压力、体积、结构和安装便捷程度等方面要求的楼宇调压箱，以便充分满足民用和小型公共服务用户需求。

图8：天然气调压箱供气持续性可靠性为用户选择标准


资料来源：招股说明书

图9：楼宇调压箱体积大小、安装便捷


资料来源：招股说明书

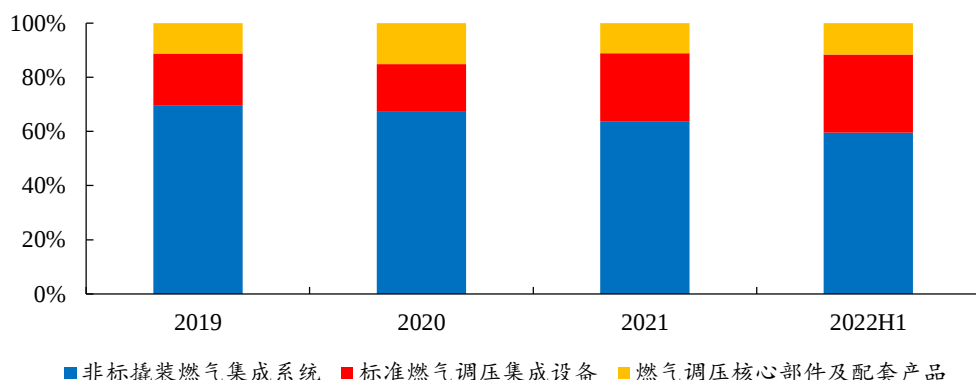
阀门和燃气过滤器等在天然气输配及应用装备中处于重要地位，直接影响天然气输配及应用环节的稳定性、可靠性和运营安全。特瑞斯天然气调压核心部件及配套产品主要包括调压阀、调节阀、安全切断阀、放散阀、燃气过滤器和快开盲板等。

表3：天然气调压核心部件及配套产品主要包括调压阀、调节阀等产品

产品类别	产品名称	产品特点	应用领域	产品图示
天然气调压核心部件产品	调压阀	采用全钢锻、分体式阀体结构和轴流全平衡式设计，保持输出压力稳定性较强，能减少流量损失，提高密封性，保障天然气输送压力稳定，实现精确的压力控制。	用于天然气长输管线分输站及接收站、多级燃气供应管网、工商业用户、燃气电厂、锅炉装置等场景中的天然气调压系统、调压站、调压箱等	
	调节阀	采用铸造一体式阀体、轴向对称式流道和自调心阀筒结构设计，提升密封性、稳定性和流通能力，能在大流量、高压工况下依据控制信号调节阀芯位置，确保天然气流量稳定。	用于天然气长输管线分输站及接收站、多级燃气供应管网、工商业用户等场景中的天然气调压系统、调压站、调压箱等。	
	安全切断阀	采用一体式阀体结构、阀芯压力平衡结构和轴向对称式流道设计，具备流阻小、流通能力大和动作平稳等性能，在突发紧急状况时能够快速切断流通管路，确保整体管网系统安全。	用于天然气长输管线分输站及接收站、多级燃气供应管网、工商业用户、燃气电厂、锅炉装置等场景中的天然气调压系统、调压站、调压箱等。	
	放散阀	采用轴流式大流量设计，在天然气压力达到设定安全放散压力水平时，该阀门能够自动放散气体，从而保护天然气输配系统。	用于天然气长输管线分输站及接收站、多级燃气供应管网、工商业用户、燃气电厂、锅炉装置等场景中的调压系统、调压站、调压箱等。	
调压配套产品	燃气过滤器	采用多个进风口的设置和除尘端的下部出风口设拉法尔喷嘴结构设计，提高旋转力，保障除尘效果，用于过滤气体中液态烃、水分、砂粒及管垢，防止气流中的颗粒物和水分对设备产生磨损。	用于天然气长输管线分输站、接收站，多级燃气供应管网，工商业用户，燃气电厂，锅炉装置等场景中的天然气输配撬装设备。	
	快开盲板	采用快速启闭锁环结构、唇形密封结构设置和安全组件，确保盲板在高、中、低压下均为零泄漏，实现压力容器、压力管道等配套设备的快速开启、关闭。	用于燃气过滤器、燃气过滤分离器、收发球筒装置等需要不定期启闭的设备。	

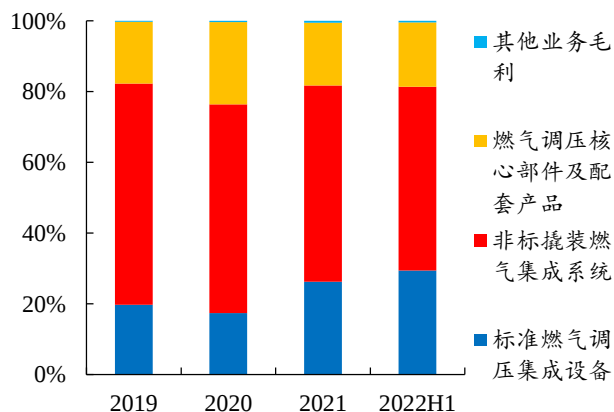
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

从 2019-2022H1 主营业务收入构成来看，非标撬装燃气集成系统为特瑞斯最主要的营业收入贡献项，主营收入占比分别为 69.51%/67.23%/63.61%/59.57%，产生轻微下降趋势。同时，标准燃气调压集成设备的营收占比在逐渐提高，从 2019 年的 19.20% 上升至 2022H1 的 28.83%。2021 年标准燃气调压集成设备首次入围中国燃气合格供应商，且新奥股份缩减了入围燃气设备供应商名额，使特瑞斯的标准燃气调压集成设备面向五大燃气集团的销量大幅增加，销售额同比增加 76.14%。

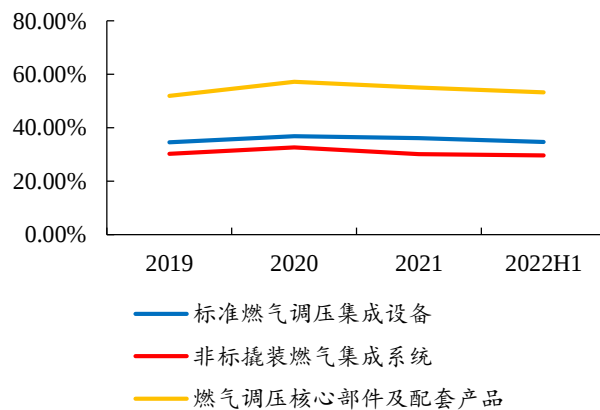
图10：非标撬装燃气集成系统为主要应收贡献项


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

非标撬装燃气集成系统毛利贡献超五成。2019-2022H1 非标撬装燃气集成系统对毛利的贡献比例分别为 62.50%/58.97%/55.45%/51.97%，为最大毛利贡献项目。标准燃气调压集成设备的毛利贡献占比保持上升趋势，2019-2022H1 分别为 19.77%、17.46%、26.30%、29.43%。从毛利率方面来看，燃气调压核心部件及配套产品为毛利率最高的产品项，毛利率在 52%-58% 范围内。而毛利贡献占比最大的非标撬装燃气集成系统为毛利率最低产品项，2022H1 毛利率下降至 29.68%。三大产品项毛利率整体保持稳定。

图11：非标撬装燃气集成系统毛利贡献最大项


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图12：燃气调压核心部件及配套产品毛利率最高


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

各产品产销率超过 84%，扩产需求较强。鉴于标准燃气调压集成设备、燃气调压核心部件及配套产品型号规模大小各异，对应产能不取决于某一单一关键生产环节、单一关键部件的生产能力，而是对各个环节协调的综合考验，非标撬装燃气集成系统定制化程度较高，需根据客户订单、应用场景及具体参数需求情况对产品进行设计、生产，因此不能采用传统产能指标来衡量其生产能力。而产销率方面，各产品分类的产销率均保持 84% 以上较高水平，大型工业用调压计量系统和长输管线输气站调压计量系统两类产品突破 100%，扩产需求较强。

表4：各产品分类的产销率均保持较高水平

项目/类别			2022 年 1-6 月	2021 年度	2020 年度	2019 年度
标准燃气调压	楼栋调压箱	产量 (套)	4,639	11,747	7,536	7,534

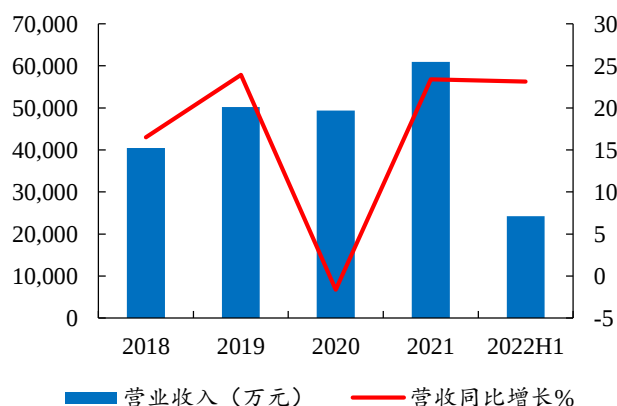
集成设备	销量（套）	4,319	11,038	7,122	5,669
	产销率	93.10%	93.96%	94.51%	75.25%
	产量（套）	-	46	0	1
埋地式燃气调压站 （箱）	销量（套）	-	43	0	1
	产销率	-	93.48%	-	100.00%
	产量（套）	1,725	3,640	2,364	2,222
箱式调压计量站	销量（套）	1,645	3,409	1,817	1,811
	产销率	95.36%	93.65%	76.86%	81.50%
	产量（套）	165	461	433	477
城市门站、区域调压 站调压计量设备	销量（套）	139	435	358	444
	产销率	84.24%	94.36%	82.68%	93.08%
	产量（套）	23	62	29	18
非标撬装燃气 集成系统	销量（套）	25	62	27	18
	产销率	108.70%	100.00%	93.10%	100.00%
	产量（套）	146	186	233	145
长输管线输气站调 压计量系统	销量（套）	146	186	233	145
	产销率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	产量（套）	-	-	-	-

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

1.2、财务状况：四年营收 CAGR14.61%，净利率稳定于 10%-13%

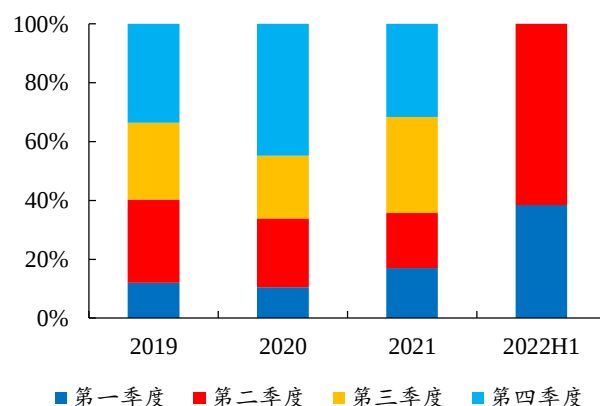
营收保持较快增长，四年 CAGR14.61%。除 2020 年出现 1.62%轻微下降外，特瑞斯的营业收入在 2018-2022H1 保持快速增长的趋势，2021 年同比上涨 23.13%达到 6.10 亿元，2018-2021 的 CAGR 达 14.61%。2022H1 同比增长 23.14%达到 2.43 亿元。由于下游主要客户为中石油集团、中石化集团、中海油集团、国家石油天然气管网集团以及五大燃气集团，这些客户一般于年初制定投资预算与采购计划，并在上半年履行内部审批和招标程序，考虑到生产周期和安装、调试情况，特瑞斯的收入确认相对集中在下半年。2019 年至 2021 年，下半年实现收入占全年收入的比例分别为 59.73%、66.15%和 64.25%，营业收入具有季节性特征。

图13：2018-2021 营业收入 CAGR 达 14.61%



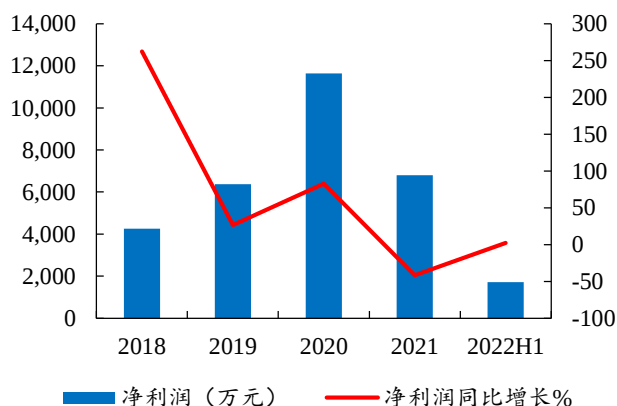
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：特瑞斯的收入确认相对集中在下半年

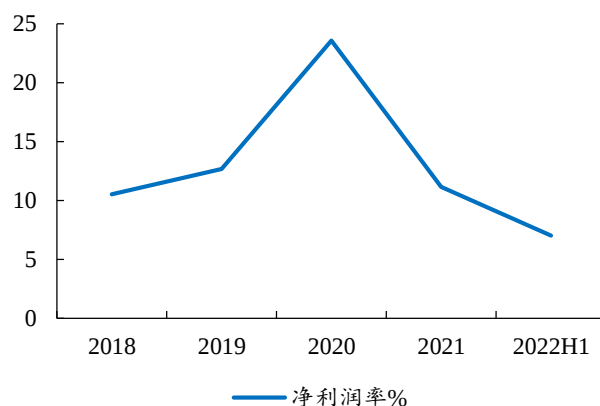


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

盈利能力稳定,近年净利率维持 10%-13% 水平。净利润方面除 2021 年相较 2020 年产生较大降幅之外,2018-2022H1 保持上涨趋势,2018-2021CAGR 达 16.82%。由于 2020 年特瑞斯转让特瑞斯(北京)流体科技有限公司股权产生 5311 万元投资收益使得净利润产生较大上升,因而 2021 年 6,795.92 万元的净利润水平与 2020 年相比有明显下降。2022H1 净利润为 1,706.33 万元,同比增长 2.09%。净利率方面除 2020 年被带动至 23.58% 高位外,均稳定在 10%-13% 之间,2022H1 净利率 7.02%。

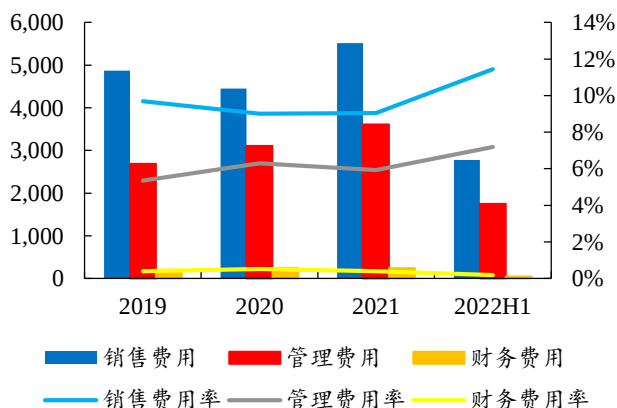
图15: 2020 年净利润产生较大上升


数据来源: Wind、开源证券研究所

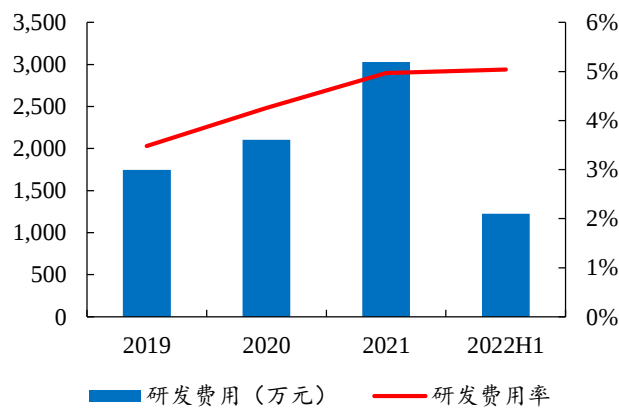
图16: 2020 年净利率上升至 23.58% 高位


数据来源: Wind、开源证券研究所

期间费用率保持稳定,研发费用率保持上涨。期间费用率 2019-2021 年稳定在 15.3%-15.8% 的水平。随营业收入规模的扩大,销售费用及管理费用规模随之上涨,费用率基本保持稳定,2021 年分别为 9.04% 及 5.92%。财务费用率由于特瑞斯银行借款规模较小,还本付息压力较小,因此 2019-2021 年始终维持 0.4%-0.5% 的较低水平。研发费用率从 2019 年 3.48% 上涨至 2021 年的 4.97%,2022H1 进一步上升至 5.04%,研发费用规模随研发项目增加及研发人员队伍扩充而不断上升。

图17: 期间费用率保持稳定 (万元)


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图18: 研发费用率维持上升趋势


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

1.3、竞争优势: 技术领先经验丰富, 客户资源优质合作稳定

我国较早进入天然气输配及应用装备行业的企业，先发优势明显。特瑞斯伴随着国内天然气输送基础设施建设扩张以及天然气应用推广一同成长，确立了产品及技术先发优势。1998 年特瑞斯在上海燃气协会主办展会中率先向市场推广调压产品撬装化理念，同年中标青海石油管理局敦煌基地天然气气化工程并落地撬装化调压产品；同时在 1999 年为我国首条大口径、高压输气管线陕京一线项目琉璃河分输站提供场站自用气调压撬装设备，成为当时国内屈指可数的能提供此类高集成度撬装设备的企业。

技术实力雄厚，参与起草多项行业及国家标准。特瑞斯依托于基础技术自主研究，并注重技术产业化，协同推进技术进步和技术产品转化效率；同时，积极开展与中国石油大学等外部专业机构的产学研合作，进一步提升技术水平。在技术能力提升和技术资源整合的持续努力下，研发中心于 2020 年获得江苏省企业技术中心的认定。目前，已掌握天然气输配及应用装备部分产品的设计、生产和检测等核心技术，轴流式调压阀、轴流式电动调节阀和翻板式安全切断阀等部分核心设备产品经中国机械工业联合会鉴定，其技术达到国际先进水平，甚至填补国内空白。依托技术创新能力，特瑞斯累计获得 98 项专利，其中发明专利 14 项。同时参与编制了 11 项国家标准和行业标准，进一步夯实在行业内的技术地位。

表5：特瑞斯参与起草 11 项行业及国家标准

序号	名称	标准类型	标准编号	标准现状	起草标准地位
1	城镇燃气调压箱	国家标准	GB27791-2020	现行	主导
2	城镇燃气调压器	国家标准	GB27790-2020	现行	参与
3	燃气过滤器	国家标准	GB/T36051-2018	现行	参与
4	城镇燃气符号和量度要求	国家标准	GB/T36263-2018	现行	参与
5	城市燃气设施运行安全信息分类与基本要求	国家标准	GB/T38289-2019	现行	参与
6	城镇液化天然气（LNG）气化供气装置	国家标准	GB/T38530-2020	现行	参与
7	城镇燃气工程智能化技术规范	行业标准	CJJ/T268-2017	现行	参与
8	城镇燃气用防雷接头	行业标准	CJT385-2011	现行	参与
9	燃气输送用金属阀门	行业标准	CJ/T514-2018	现行	参与
10	城镇燃气调压箱	国家标准	GB27791-2011	被 GB27791-2020 替代	主导
11	城镇燃气调压器	国家标准	GB27790-2011	被 GB27790-2020 替代	参与

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

生产资质齐全，质量受到广泛认可。特瑞斯已取得的产品设计和制造专用资质包括特种设备制造许可证（压力容器）、特种设备生产许可证（压力管道元件）、特种设备生产许可证（安全附件制造）等，在国际市场上取得的生产资质有：美国机械工程师协会（ASME）“U”（压力容器）资质、“S”（锅炉及管道）资质，欧盟 PED 指令的 CE 认证。企业只有取得相应设计许可证、制造许可证后方能从事经营，因此特瑞斯能够凭借上述资质确立较大竞争优势。在产品质量控制方面，在国内市场，

特瑞斯智能燃气无线调压装置于 2011 年被中国城市燃气协会评为推荐产品，燃气调压箱于 2015 年荣获江苏名牌产品荣誉；国际认证有：调压器、安全切断阀、调节阀产品通过德国燃气与水工业协会（DVGW）产品认证以及通过德国 TUVSIL 安全等级认证。

营销体系完备，售后服务团队专业。特瑞斯结合行业特点采取直销为主，经销为辅的营销策略。在全国范围内建立完善的营销团队基础上规范化管理，有益于把握客户核心需求，进一步提升营销效率。在售后服务方面，售后团队主要骨干力量具备一线生产经验，专业能力能够带来快速且高质量的售后服务，有利于提升客户体验和满意度，增强客户黏性，为后续业务开展奠定良好的基础。

行业经验丰富。作为国内较早从事天然气输配及应用装备研发、生产、销售的企业，特瑞斯积累了丰富的项目经验，参与国内多项重大输气工程项目，如“陕京线”、“涩宁兰管线”、“忠武线”等工程均应用到特瑞斯的天然气输配压力控制系统与计量系统，同时产品还应用到北京夏季奥运会、北京冬季奥运会、广州亚运会等供气站，并在各大城市门站、调压箱中得到广泛运用。

客户资源丰富优质，合作长期稳定。下游客户对天然气输配及应用装备安全可靠要求较高，通常会选择合格供应商目录内长期合作的企业。特瑞斯积累了丰富的客户资源，客户广泛分布在长输管线、省级管网、城市燃气等领域。特瑞斯与国家管网集团、三大油气供应商（中国石油、中国石化和中国海油）、跨区域经营的燃气运营集团（中国燃气、港华燃气、新奥能源和华润燃气等）以及地方燃气公司（北京燃气集团、湖北能源集团等）均建立了稳定而长期的合作关系，不断提升知名度，逐步开拓潜在客户群体，持续扩大销售规模。

图19：合作客户包含多家大型国有燃气企业



资料来源：招股说明书

1.4、募投项目：86%募集资金用于产能扩张及研发中心建设

此轮公开发行拟发行不超过 2,100 万股，拟投入募集资金 3.34 亿用于天然气输配及应用装备产能建设项目、研发中心建设项目建设。

表6：拟投入 3.34 亿元用于产能建设项目及研发中心建设

项目名称	项目总投资（万元）	募集资金投入额（万元）	建设期
天然气输配及应用装备产能建设项目	24,672.00	24,672.00	3 年
研发中心建设项目	8,721.50	8,721.50	3 年
补充流动资金项目	11,500.00	5,681.20	-
合计	44,893.50	39,074.70	

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

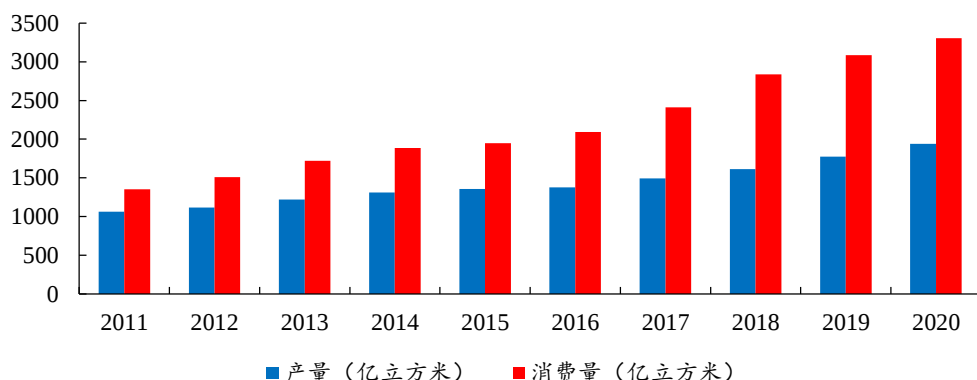
其中天然气输配及应用装备产能建设项目预计三年完成建设，根据问询反馈披露达产后年均预计形成收入和净利润分别为 45,146.00 万元和 5,455.86 万元。

2、行业情况：特瑞斯行业地位领先，受益燃气市场稳步增长

2.1、市场规模：天然气市场增长稳定，输配应用装备国产化智能化

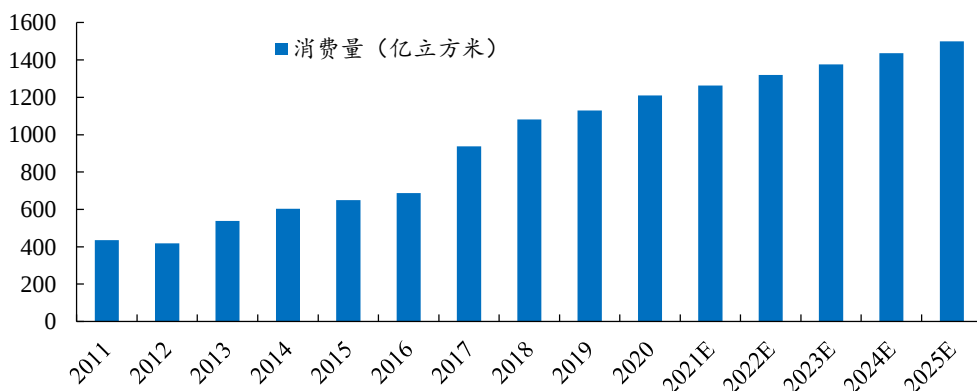
特瑞斯上游原材料主要包括球阀、电气仪表、流量计、不锈钢箱体、管件法兰接头、板材棒材型材等，其中不锈钢箱体、管件法兰接头、板材棒材型材等主要原材料为钢材，其成本受到国际钢铁大宗商品价格影响。下游主要应用场景为燃气电厂、工业用户、城市管网等，在天然气产业链中涉及中游长距离管道运输及下游销售。

能源清洁化趋势推动我国天然气市场稳步增长。为了加快实现低碳经济转型，国家陆续出台了《大气污染防治行动计划》、《“十三五”生态环境保护规划》等环境保护纲领性文件，各地也相继出台了与大气污染治理和“煤改气”相关政策，鼓励企业使用清洁能源替代煤、重油及低品质柴油等污染较严重的燃料。在我国能源消费结构转型升级背景下，我国天然气市场保持快速增长势头。2011-2020 年间我国天然气产量与消费量分别从 1,062 亿立方米、1,352 亿立方米增长到 1,940 亿立方米、3,306 亿立方米，年复合增长率分别为 6.92%、10.45%。根据《中国天然气发展报告（2021）》数据预测，我国的天然气消费规模在 2025 年有望达到 4,300 亿~4,500 亿立方米，2030 年有望达到 5,500 亿~6,000 亿立方米；同时，天然气产量在 2025 年有望达到 2,300 亿立方米以上，其后继续稳步增长，预计在 2040 年及以后较长时期稳定在 3,000 亿立方米以上水平。在供给侧和需求侧的共同推动下，我国天然气市场具备较大的增长潜力。

图20：2020 年我国天然气产量与消费量达 1940 亿立方米、3306 亿立方米


数据来源：《BP 世界能源统计年鉴（2021 年版）》、开源证券研究所

民用天然气市场需求保持快速增长。作为我国天然气主要应用领域民用天然气市场规模庞大，随着我国城镇化程度不断提高以及城镇居民用气普及度提升，国内天然气消费量保持长期增长态势。根据《中国天然气高质量发展报告（2020）》，在 2011-2020 年间我国城市天然气消费量从 436 亿立方米增长到 1,210 亿立方米，复合增长率高达 12.01%。

图21：预计到 2025 年我国城市天然气消费量达 1,500 亿立方米


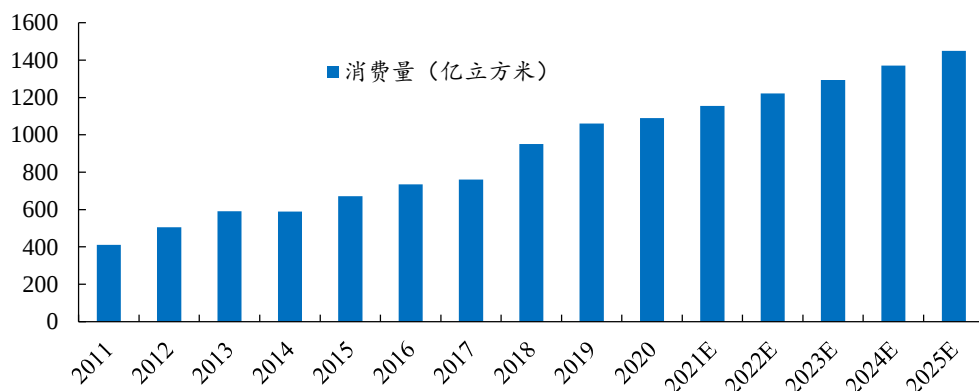
数据来源：《中国天然气高质量发展报告（2020）》、开源证券研究所

根据全国第七次人口普查数据，我国 2020 年常住人口城镇化率达到 63.89%，但相比于经济发达国家，我国城镇化率仍存在较大提升空间，进一步推动用气人口数量规模上升。与此同时，我国民用天然气应用领域不断延伸：一方面天然气利用方向持续优化，根据《中国天然气发展报告（2021）》，2040 年前城镇燃气重点满足新型城镇化建设、北方清洁取暖推进、长江流域采暖需求等带来的城镇燃气用能缺口；另一方面随着我国燃气下乡的推进，广大农村居民用能结构升级，促进天然气产生新增使用需求，预计到 2025 年我国城市天然气消费量达到 1,500 亿立方米。伴随着民用天然气用气人群增长及天然气应用领域拓展，燃气管网等配套基础设施建设投资有望进一步增加，从而提升天然气输配及应用装备的采购需求，推动市场规模持续扩张。

工业燃料领域和发电领域市场需求促进天然气市场规模不断增长。我国作为工业大国和电力消费大国，对工业燃料和电力等要素市场需求旺盛，因此工业燃料用

天然气和发电用天然气存在庞大的潜在市场空间。在工业燃料方面，随着工业发展对燃料需求增加，以及“气代煤”推动天然气在工业领域的规模化应用，我国工业燃料用天然气消费量持续增长，2011-2020 年，消费量从 411 亿立方米到 1,090 亿立方米。在我国大气治理和环保要求趋严的趋势下，“气代煤”在工业领域还会进一步推进，天然气在工业燃料中的应用具有广阔发展空间，根据《中国天然气高质量发展报告（2020）》预计，2025 年我国工业燃料用天然气有望达到 1,450 亿立方米。

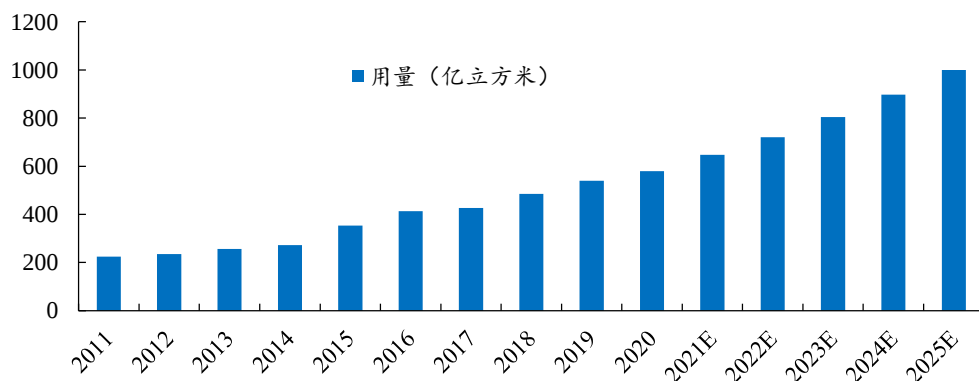
图22：2025 年我国工业燃料用天然气预计达到 1,450 亿立方米



数据来源：《中国天然气高质量发展报告（2020）》、开源证券研究所

在发电用天然气方面，我国天然气发电规模呈持续增长趋势，根据《BP 世界能源统计年鉴》，在 2016-2020 年间，我国天然气发电量从 188.3 太瓦时增长至 247.0 太瓦时，复合增速为 7.02%。与此同时，天然气发电规模增长带动天然气消费量上升，根据《中国天然气高质量发展报告》，在 2016-2020 年间，我国发电用天然气使用量从 414 亿立方米增长到 580 亿立方米，复合增速为 8.79%。当前我国天然气发电量占总发电量比例较低，根据《BP 世界能源统计年鉴》，2020 年我国天然气发电量、世界天然气发电量占其总发电量的比例分别为 3.18%、23.37%，国内天然气发电量占比远低于世界平均水平，拥有较大提升空间。此外，风力发电、光伏发电等可再生能源因其自身波动性和间歇性特点，电力系统面临调峰需求规模较大。而天然气发电具有运行灵活、启停时间短、爬坡速率快、调节性能出色等优势，相对于燃煤发电、抽水蓄能、电池储能等调峰电源，是更优调峰发电方式。

图23：2025 年中国的发电用天然气预计达到 1,000 亿立方米



数据来源：《中国天然气高质量发展报告（2020）》、开源证券研究所

国家大力支持天然气管网基础设施建设，持续助推天然气输配及应用装备市场增长。天然气产业发展速度与管网等配套基础设施完善程度密切相关，在“十三五”期间我国天然气基础设施不断发展，全国累计建成长输管道 4.6 万千米并且天然气管道总里程达到约 11 万千米。虽然我国天然气管网建设实现了较大增长，但天然气管网、调压站、接收站等基础设施建设仍不能满足日益增长的天然气产业总体需求，因此我国计划从天然气管网里程和管网覆盖范围两个方面大力推进天然气管网基础设施建设。根据《中长期油气管网规划》，从中期来看，到 2025 年全国油气管网覆盖进一步扩大，全国天然气管道基础网络形成，支线管道和区域管道密度加大，储运能力大幅提升，用户大规模增长，预计我国天然气管网里程达到 16.3 万千米；从长期来看，到 2030 年全国油气管网基础设施较为完善，普遍服务能力进一步提高，天然气利用逐步覆盖至小城市、城郊、乡镇和农村地区，基本建成现代油气管网体系。随着国家中长期油气管网规划持续推进，我国天然气管网基础设施建设投资继续释放，为天然气输配及应用装备市场规模的继续增长提供支撑。

我国天然气输配及应用装备国产化进程不断推进。能源装备制造业作为我国重要的战略性基础产业，推动能源装备国产化有利于保障国家能源战略安全。近年来我国天然气输配及应用能源装备国产化进程不断推进，产业技术水平和制造能力明显提升，不断在关键设备上实现技术突破，例如特大型 LNG、高端阀门等关键设备实现国产新技术突破，行业自主化水平稳步提升，国产化程度显著提高。伴随着国家政策引导和国家重点工程项目应用示范，国产天然气输配及应用装备在我国油气管网设施建设中应用不断增加，逐步实现替代进口装备。

为了稳步提升我国天然气输配及应用装备产业实力和自主可控水平，国家陆续颁布政策予以大力支持。根据国家发展改革委、工业和信息化部和国家能源局颁布的《中国制造 2025—能源装备实施方案》指出，要围绕能源革命和装备制造业发展新要求，依托能源工程建设，组织推动关键能源装备的技术攻关、试验示范和推广应用；重点突出能源安全保障急需和有效推动能源革命的关键装备，进一步培育和提高能源装备自主创新能力，推动能源革命和能源装备制造业优化升级。根据国务院发展研究中心资源与环境政策研究所编制的《中国能源革命进展报告（2020）》提出，要推进能源技术革命，科技创新进入加速突破新阶段，关键装备和核心技术逐步实现自主；有效解决各科技领域产业链中的断点堵点问题，推进关键装备国产化。

现代技术与能源技术融合发展，天然气输配智能化水平不断提升。随着 5G、物联网、云计算、大数据等新一代信息技术发展，“互联网+”和物联网等技术在能源领域应用不断落地，推动智慧能源逐步兴起。在能源网络中传感、信息、通信、控制等元件布局不断优化下，实现能源网络设施高效配置，推动信息系统与物理系统在量测、计算、控制等功能环节上高效集成，达到实现实时感知和信息反馈。建设信息系统与物理系统相融合的智能化能源信息系统，实现能源互联网的快速响应与精确控制机制，推动能源行业智能化水平不断提升。

在天然气输配及应用领域，安全可靠的输配过程和精准的压力流量调节至关重要。随着国家管网建设不断推动、天然气用量增长和应用领域不断扩张，为实现天然气输配更加高效安全，新一代信息化技术在天然气输配控制领域应用程度需要不断增强。在智能化调压阀、远程压力调控系统和数据采集装置等设备综合运用下，并利用管控平台对压力流量、阀门开关等一系列数据进行有效管理，提高天然气输配系统工艺故障和区域天然气需求分析能力，以及远程调控等智能化管理调度水平。

在天然气输配及应用领域智能化水平不断提升下，客户通过具备连锁控制、远程调压等功能的智能化控制系统，能够有效实现天然气输配场站智能化管控，包括无人值守、智能化高精度调压调流和智能化设备管理等功能，进一步提高天然气输配及应用装备安全可靠性能。

2.2、竞争情况：特瑞斯产品填补国内空白，市占率领先同行

特瑞斯多项产品填补国内空白。特瑞斯作为国内较早进入并始终专注于天然气输配及应用装备领域的企业，不仅获得行业内主要资质认证，自主品牌产品同样获得欧洲、德国和美国等权威机构多项认证。中高压调压产品获得符合欧盟 PED 认证，调压阀、安全切断阀、调节阀通过了德国 DVGW 产品认证、德国 TUV 测试。同时，轴流式调压阀、轴流式电动调节阀和翻板式安全切断阀等部分核心设备产品经中国机械工业联合会鉴定，其技术达到国际先进水平，甚至填补国内空白。凭借先进的技术水平和优秀产品质量等优势，特瑞斯已处于行业前沿阵营，已参与我国多项天然气长输管线、大型城市门站等重点天然气项目。

表7：特瑞斯三项产品填补国内空白

鉴定批准日期	鉴定证书编号	产品名称	型号	规格	鉴定委员会鉴定意见
2021 年 7 月 19 日	JK 鉴字【2021】第 1048 号	轴流式电动调节阀	PL4200	DN500600LB	该产品填补了国内空白，具有自主知识产权，主要技术参数和性能指标达到了国际同类产品先进水平。产品可在天然气管线上推广应用。鉴定委员会一致同意通过鉴定。
2020 年 1 月 17 日	JK 鉴字【2020】第 1002 号	轴流式调压阀	PL3000	DN200900LB	该产品填补了国内空白，具有自主知识产权，主要技术参数和性能指标达到了国际同类产品先进水平。产品可在天然气管线上推广应用。鉴定委员会一致同意通过鉴定。
2020 年 1 月 17 日	JK 鉴字【2020】第 1001 号	翻板式安全切断阀	SSV3500	DN250900LB	该产品填补了国内空白，具有自主知识产权，主要技术参数和性能指标达到了国际同类产品先进水平。产品可在天然气管线上推广应用。鉴定委员会一致同意通过鉴定。

资料来源：问询函回复、开源证券研究所

目前国内天然气及应用装备行业特瑞斯面对的主要竞争对手包括春晖智控、水发燃气、瑞星股份、长仪股份等公司。

表8：主要竞争对手包括春晖智控、水发燃气等公司

公司名称	简介
春晖智控 (300943.SZ)	成立于 1993 年，专业从事精密机电的研发和制造，现已形成石油天然气控制、制冷供热控制、精密机械为主的产业发展格局。燃气控制产品方面，春晖智控主要产品有燃气调压器、调压箱、工业调压撬、城市门站等，主要应用于城市天然气输配行业。
水发燃气 (603318.SH)	LNG 生产销售业务、燃气设备制造、分布式能源服务、城镇燃气运营。其中，以天然气发电为主的燃气设备制造，水发燃气主要从事燃气输配和燃气应用领域相关产品的设计、生产、销售和服务，为天然气输配提供压力调节系统和天然气发电提供预处理系统。产品包括燃气输配系统、燃气应用系统和备品备件三大类。
瑞星股份 (836717.NQ)	成立于 2001 年，主要从事天然气输配压力调节系统的设计、生产和销售，主要产品包括调压柜、调压箱、调压器、调压撬和门站等。
长仪股份 (830902.NQ)	专业从事石油天然气集输设备研发制造，产品涉及放空排污截止阀、安全阀、节流阀、控制阀、页岩气集气装置、压力容器、城市燃气门站、分离/调压/计量装

公司名称	简介
	置、LNG 设备、脱水装置、过滤分离系统、硅粉过滤器、废气过滤器、各类储罐等。
上海飞奥燃气设备有限公司	成立于 1995 年 5 月，系由中国航天科技集团公司所属的上海航天能源股份有限公司、意大利飞奥集团公司共同出资组建，是国内专业从事燃气调压计量等智能装备的研发、生产、销售与服务的中外合资企业。
费希尔久安输配设备（成都）有限公司	系世界 500 强企业美国艾默生电气公司在中国西部投资成立的一家专业从事燃气输配设备设计、开发、生产、销售于一体的独资企业。
博思特能源装备（天津）股份有限公司	致力于长输油气管道站场设备、城市燃气输配设备、油气田开发储运设备的开发、设计、制造和服务,致力于为用户提供油气输配站场设备一站式的解决方案。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

市场整体较为分散，特瑞斯市占率高于竞争对手。标准调压箱主要用于城镇终端用户用气场所，市场需求量大，技术门槛、市场准入门槛相对较低，细分行业内参与竞争的企业较多，市场竞争激烈，参与市场竞争的公司主要包括瑞星股份、春晖智控、上海飞奥燃气设备有限公司等，市场集中度较低，未出现单一公司市场份额占比较高的情况；非标撬装燃气集成系统对产品研发、设计、工艺、制造、检测及产业化的整个流程要求较高，行业内只有少数技术成熟、经验丰富的企业具备提供上述一体化服务的能力，因此市场集中度相对较高，参与市场竞争的企业包括博思特、水发燃气、费希尔久安输配设备（成都）有限公司、上海飞奥燃气设备有限公司、特瑞斯等；燃气调压核心部件及相关配套产品作为标准燃气调压集成设备和非标撬装燃气集成系统的配套产品，其中燃气调压核心部件调压阀、调节阀和安全切断阀具有较高的技术能力，市场竞争相对集中，参与市场竞争的企业包括吴忠仪表有限责任公司、天津贝特流体控制阀门有限公司、上海飞奥燃气设备有限公司等；其他相关配套产品，种类较多，属于天然气输配及应用装备的配套部件，行业竞争充分，相对分散。

通过对比各家公司在燃气控制方面营业收入、毛利率及相关专利数量与 2021 年天然气管道和终端的基础设施投入进行对比可知，在市场较为分散的情况下特瑞斯的市场占有率高于其它同业可比公司。

表9：市场较为分散的情况下特瑞斯的市场占有率高于竞争对手

公司名称	2021 年度		截至 2021 年 12 月 31 日		
	营业收入（万元）	毛利率	市场占有率	专利数量	其中：发明专利数量
春晖智控	12,653.21	27.29%	0.03%	179	25
水发燃气	19,619.13	28.05%	0.04%	72	2
瑞星股份	20,975.82	48.28%	0.04%	66	-
长仪股份	15,790.63	34.22%	0.03%	49	9
行业平均	17,259.70	34.46%	0.04%	92	9
特瑞斯	60,968.58	34.58%	0.13%	94	14

数据来源：问询函回复、开源证券研究所

2.3、行业壁垒：技术积累及准入资质构成主要壁垒

天然气输配及应用装备行业要求企业具有深厚技术积累。在天然气输配及应用过程中，调压装置精度、安全可靠性和使用寿命等至关重要，因此调压装置及其核心阀门等部件需要具备在压力、温度、腐蚀等特定环境中作业能力，对企业在生产工艺、材料技术以及检验技术方面均有较高要求。为保证调压阀、调节阀等核心部件精度、可靠性和使用寿命，企业需要较高的技术水平为基础并具备调压装置及其核心部件制造工艺，并在压力、温度、腐蚀等特定环境下对其检测以验证其安全性和使用寿命。因此在天然气输配及应用装备行业内立足，企业需要在技术研发、制造工艺和检测验证等方面拥有深厚积累。

行业有严格的进入资质制度。天然气输配及应用装备直接影响国家能源输送及居民企业等终端用户安全、稳定和效率，天然气输配及应用装备中包括压力管道、压力容器等特种设备，对此我国建立了前置生产许可制度（包括压力容器设计许可证、压力管道元件生产许可证、压力容器制造许可证、特种设备生产许可证等资质）。企业只有取得相关许可方可进入该行业，因此进入行业的技术门槛较高。

3、公司看点：天然气市场长期向好，集团客户合作紧密

3.1、行业方面：国家推动“双碳”目标，天然气市场长期保持发展

在当今气候变化以及能源资源约束等全球问题日益严峻下，我国为实现 2030 年前二氧化碳排放达到峰值并争取在 2060 年前实现碳中和这一目标，需要切实推动各行业深度脱碳，降低煤炭等高碳排放能源消费比例，提升清洁能源规模化应用。天然气作为清洁低碳绿色能源，相比石油、煤炭在二氧化碳排放方面优势明显，在全球能源绿色低碳转型中持续发挥重要作用。

目前我国能源结构中化石能源占比较高，尤其煤炭在 2020 年占比高达 57%，虽然可再生能源处于快速发展阶段，但占比仍处于较低水平。为达到能源结构快速调整，我国能源发展需快速实现煤炭减量、石油放缓和清洁能源快速增长，在清洁能源需求快速增长背景下，天然气能够满足清洁能源需求并且促进降低碳排放，是我国实现能源绿色低碳转型的重要选择。根据国家能源局石油天然气司、国务院发展研究中心资源与环境政策研究所和自然资源部油气资源战略研究中心发布的《中国天然气发展报告（2021）》指出，天然气行业既是能源生产行业，更关系国计民生，今后较长时期，我国能源发展进入增量替代和存量替代并存的发展阶段，包括天然气在内的化石能源，既是保障能源安全的“压舱石”，又是高比例新能源接入的新型电力系统下电力安全的“稳定器”，减煤增气发展新能源多措并举，助力碳达峰、碳中和目标实现。

因此，基于天然气自身清洁能源属性和能源需求的支撑效用，天然气是我国实现“双碳”目标的重要力量，天然气作为日益重要的能源结构组成，天然气市场有望长期保持发展。

3.2、公司方面：集团客户资源合作紧密，上半年在手订单达 3.71 亿

从 2019-2022H1 前五大客户情况来看，特瑞斯的主要客户广泛分布在长输管线、省级管网、城市燃气等诸多天然气中下游领域。特瑞斯与国家管网集团、三大油气

供应商、跨区域经营的燃气运营集团以及地方燃气公司均建立了稳定的合作关系。从 2019-2022H1 前五大客户收入贡献情况来看，前五大客户构成总销售收入的 30%-50%，是特瑞斯的重要收入来源，但 2019-2021 年没有单一客户占比超过 15% 的情况出现，对于单一客户依赖性不强。

表10：前五大客户涵盖多种类型燃气公司

期间	序号	客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比例
2022 年 1-6 月	1	新奥天然气股份有限公司及其附属公司	3,673.40	15.13%
	2	昆仑能源有限公司及其附属公司	3,148.21	12.96%
	3	北京燃气集团有限公司及其附属公司	2,415.09	9.95%
	4	合肥燃气集团有限公司及其附属公司	1,846.77	7.61%
	5	国家石油天然气管网集团有限公司及其附属公司	1,342.32	5.53%
		合计	12,425.79	51.17%
2021 年	1	新奥天然气股份有限公司及其附属公司	7,270.15	11.92%
	2	中国石油天然气集团有限公司及其附属公司	5,592.39	9.17%
	3	中国燃气控股有限公司及其附属公司	5,073.77	8.32%
	4	昆仑能源有限公司及其附属公司	4,211.79	6.91%
	5	国家石油天然气管网集团有限公司	2,759.52	4.53%
		合计	24,907.61	40.85%
2020 年	1	新奥天然气股份有限公司及其附属公司	4,462.92	9.03%
	2	国家石油天然气管网集团有限公司及其附属公司	3,865.12	7.82%
	3	中国石油化工集团有限公司及其附属公司	3,234.84	6.55%
	4	昆仑能源有限公司及其附属公司	3,039.05	6.15%
	5	中国燃气控股有限公司及其附属公司	2,934.75	5.94%
		合计	17,536.68	35.50%
2019 年	1	辽宁大唐国际阜新煤制天然气有限责任公司	4,626.92	9.21%
	2	国家石油天然气管网集团有限公司及其附属公司	3,312.23	6.60%
	3	大连天然气高压管道有限公司	3,097.36	6.17%
	4	中国燃气控股有限公司及其附属公司	2,816.42	5.61%
	5	贵州燃气集团股份有限公司及其附属公司	2,631.56	5.24%
		合计	16,484.49	32.83%

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

凭借自身丰富的工程参与经验及稳定可靠的产品质量，特瑞斯与主要客户均保持稳定的合作关系，所供应的产品销售额在客户同类型产品采购额中占比最高达 44%，截至 2022H1 掌握在手订单总金额已达到 3.71 亿元，其中来自主要集团客户的金额达到 1.5 亿元。

表11：特瑞斯产品销售额最高占客户同类产品采购额 44%

集团客户名称	特瑞斯销售额占客户同类产品 采购额的比例	2022H1 在手订单金额（万元）
国家管网	约 15%	5,928.88
中石化	约 16%	76
中石油	约 12%	0
中海油	约 16%	82.05
昆仑能源	约 20%	5,054.41
港华燃气	约 3%	387.28
华润燃气	约 15%	444.05
新奥能源	约 25%	1,640.01
中国燃气	约 44%	1,400.22
合计		15,012.90

数据来源：问询回复函、开源证券研究所

4、可比估值：本轮发行对应 PE22.0X 处于可比公司

鉴于特瑞斯主要从事研发、生产、销售各类燃气集输专用集成设备业务，主要产品包含非标撬装天然气集成系统、标准天然气调压集成设备和天然气调压核心部件及配套产品，在可比估值中我们选择春晖智控、水发燃气、瑞星股份、长仪股份四家公司进行对比。

特瑞斯此轮发行底价定为 16.18 元/股，对应稀释后 2021PE 为 22.0X，相较于行业平均 2021PE 44.4X、PE TTM 44.3X 的水平处于较低位置。考虑到特瑞斯在天然气技术集输专用集成设备业务的行业领先地位以及天然气整体行业扩张趋势，特瑞斯此轮发行估值处于较低位置。

表12：特瑞斯此轮发行估值低于行业可比平均

证券代码	证券名称	PE TTM	总市值(亿元)	2021 年归母净利润(百万元)	2021PE	PS TTM	PB MRQ
300943.SZ	春晖智控	43.79	27.58	72.19	38.20	5.94	3.23
603318.SH	水发燃气	94.66	42.75	41.22	103.72	1.18	3.67
836717.NQ	瑞星股份	30.15	11.57	43.48	26.61	5.42	2.84
830902.NQ	长仪股份	8.44	1.14	12.79	8.93	0.68	0.53
	平均值	44.26			44.36		
834014.NQ	特瑞斯	18.22	12.44	67.96	21.97	1.90	3.09

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、风险提示

政策风险、技术创新风险、行业竞争加剧风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn