

2022年12月12日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

建筑减隔震行业龙头，多维布局迎增量市场

—震安科技（300767.SZ）公司深度报告

买入(维持)

投资要点

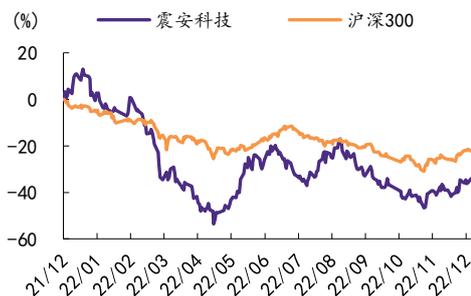
分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn
联系人：华潇 S1050122110013
huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据

2022-12-12

当前股价(元)	50.89
总市值(亿元)	126
总股本(百万股)	247
流通股本(百万股)	204
52周价格范围(元)	42.04-107.31
日均成交额(百万元)	123.44

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《震安科技（300767）：期间费用有所改善，在手订单逐步增加》2022-10-25
- 2、《震安科技（300767）：费用及减值影响业绩，下半年有望迎来拐点》2022-08-30
- 3、《华鑫证券-公司报告-震安科技（300767）：减隔震行业龙头，政策红利释放在即-20220707-黄俊伟》2022-07-07

四大核心竞争力加持，行业龙头地位稳固

公司精耕细作减隔震行业十二年，具备四大核心竞争力：1) **持续推进研发创新，技术实力领先一筹。**公司上市以来，研发人员规模和研发费用支出逐年提升，内设院士工作站和技术工艺成本核算中心，外与国内外 200 多家科研机构 and 设计院所合作，不断精进公司减隔震技术，迭代公司减隔震产品，研究成果丰硕。2) **持续参与制定行业标准，市场嗅觉快人一步。**公司积极参与行业标准制定，作为参编单位或主编单位，累计已编在编的减隔震技术标准 37 部，其中国家标准 2 部、行业标准 5 部、协会标准 7 部、地方标准 21 部、企业标准 2 部，作为标准制定者，公司保持敏锐的市场嗅觉，精准把握市场需求和标准要求，领跑行业。3) **持续服务国家重大项目，行业经验丰富。**公司参与了包括北京大兴机场、乌鲁木齐国际机场、天津 LNG 储罐、“华龙一号”等百余个重大项目，提升了公司品牌影响力，多元的应用场景构筑公司丰富的项目实践经验。4) **持续完善一体化配套服务，综合能力雄厚竞争壁垒。**公司在项目早期阶段通过减隔震设计咨询方式介入，并持续服务至项目验收后的减隔震产品售后维护，形成了“设计-研发-生产-检验-安装-监测-维护”的完整产业服务链，公司拥有的减隔震一体化配套综合服务能力，将持续垫厚公司的竞争壁垒，巩固行业龙头地位。

政策带来增量市场逐步释放，未来五年望累计扩容达 450 亿

2021 年 9 月国务院发布《建设工程抗震管理条例》，从立法角度强制规范了减隔震产品在建设工程中的应用场景，同年，住建部配套立法发布《建筑隔震设计标准》，明确了行业最新的国家标准，此外住建部和质检总局修订的《建筑抗震设计规范》已发布征求意见稿，公司参编的《基于保持建筑正常使用功能的抗震技术导则（送审稿）》已召开审查会，形成减隔震行业的技术规范，**立法+标准+技术要求**的政策体系趋于完善，四川等地配套政策也于近期陆续出台。我们测算，**减隔震行业市场规模自 2022 年起将逐年增长，有望在五年内到达 150 亿/年，累计扩容 450 亿**，并且随着减隔震技术在核电、能源等领域的应用普及，市场规模或将进一步提升。此外，建筑减隔震产品在提升建筑物的抗震能力基础上，具有还可以节约建筑上部钢筋混凝土等建材用量，提升开建设的经济性，市场空间广阔。

推进“市场+产能+产品”多维布局，日益月滋候东风

公司 2021 年省外业务占比持续提升，现已初步完成五大销售区和三大生产基地的全国市场布局，可覆盖具有减隔震应用潜力的重点城市；公司上市以来主动布局产能扩张，通过 IPO、可转债募投产能 12.2 万套，通过收购常州格林、以简易程序定增募投产能约 11.9 万套，累计较上市前产能提升约 6 倍；公司根据市场需求，积极推进创新产品研发布局，近期发布的“全新震安三维隔震（振）系统”不仅解决了“水平+垂直”的三维隔震技术难题，还能完美应用在 TOD 模式下的建筑开发，打开增量市场空间。公司“市场+产能+产品”的多维布局已打足提前量，随着政策引致的减隔震市场逐步释放，以及社会对减隔震技术认知度的提升，公司的发展潜力有望得到大幅释放，迎来业绩的弹性爆发。

盈利预测

考虑今年疫情影响等偶然事件对公司业绩造成一定冲击，我们下调公司盈利预测，2022-2024 年归母净利润分别为 0.99、2.64、5.35 亿元，EPS 分别为 0.40、1.07、2.17 元，当前股价对应 PE 分别为 126.5、47.7、23.5 倍，我们仍旧看好公司在国内政策体系趋于完善，减隔震行业市场规模逐年增长背景下的成长潜力和空间，给予“买入”评级。

风险提示

- 1) 减隔震市场规模低于预期；
- 3) 项目建设进展不及预期；
- 4) 主业毛利率下滑等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	670	1,053	1,710	2,519
增长率（%）	15.5%	57.0%	62.5%	47.3%
归母净利润（百万元）	87	99	264	535
增长率（%）	-45.6%	13.7%	165.3%	102.8%
摊薄每股收益（元）	0.43	0.40	1.07	2.17
ROE（%）	6.7%	6.1%	14.4%	23.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 专注减隔震行业，龙头地位稳固.....	5
1.1、 精耕细作，稳扎稳打减隔震行业十二年.....	5
1.2、 精益求精，核心优势不断夯实.....	8
2、 减隔震行业发展势头向好，政策落地将逐步释放增量市场.....	12
2.1、 减隔震技术大有裨益，行业政策不断出台.....	12
2.2、 减隔震市场逐步释放，五年内望扩容至 150 亿.....	18
3、 多维布局打足提前量，日益月滋候东风.....	20
4、 盈利预测评级.....	23
5、 风险提示.....	24

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司股权结构.....	6
图表 3：公司主要产品.....	6
图表 4：公司主要产品销售占比.....	7
图表 5：公司营收和利润情况.....	8
图表 6：公司三费情况.....	8
图表 7：公司单季度毛利率情况.....	8
图表 8：钢材（右轴）和橡胶的价格走势（左轴）.....	8
图表 9：公司研发人员数量及其占比.....	9
图表 10：公司研发支出及其占营收比.....	9
图表 11：公司部分研发项目示例.....	9
图表 12：公司参编的部分行业标准.....	10
图表 13：公司服务的部分重大项目.....	11
图表 14：公司部分合作伙伴.....	11
图表 15：公司一体化服务内容.....	12
图表 16：公司的全周期产品服务体系.....	12
图表 17：国内外重大地震死亡人数对比.....	13
图表 18：中国地震烈度划分 2015 版（颜色由浅至深以此为：6、7、8、9 度）.....	13
图表 19：传统抗震、隔震、减震对比.....	14
图表 20：传统抗震建筑和隔震建筑对比图.....	14
图表 21：传统抗震建筑和隔震建筑对比图.....	14
图表 22：四川雅安地震中芦山人民医院隔震楼和传统楼对比.....	15

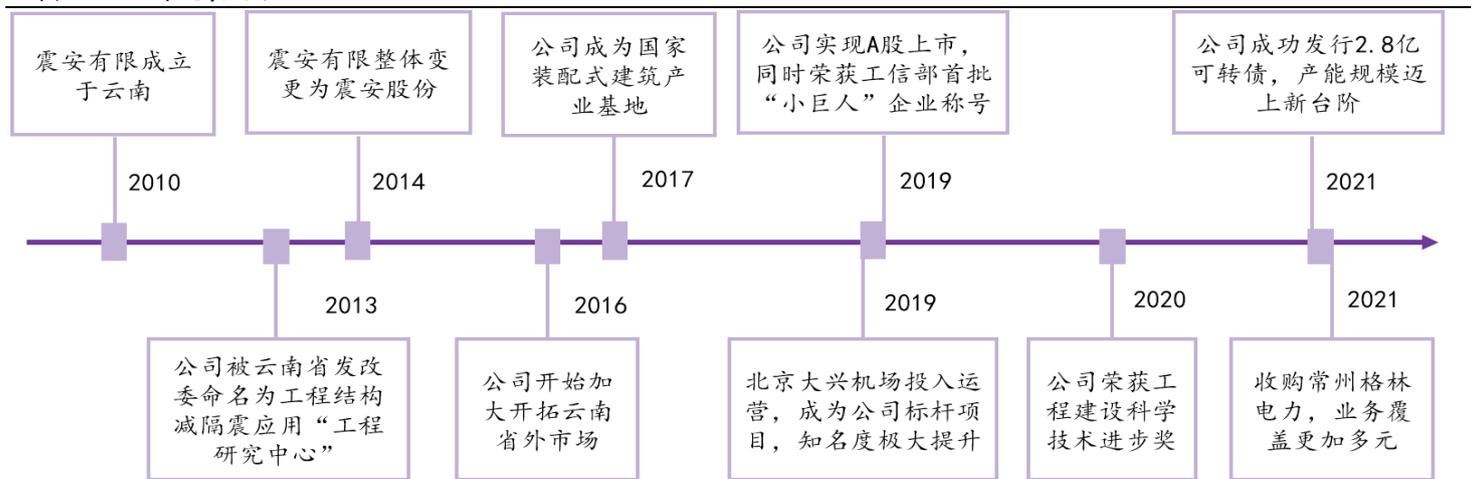
图表 23: 洛杉矶地震中同一城市的两个医院对比	15
图表 24: 8 度 (0.3g) 设防下隔震建筑与非隔震建筑用料和造价对比	15
图表 25: 全国已建成减隔震建筑数量 (栋)	16
图表 26: 我国减隔震行业重要政策梳理	16
图表 27: 我国主要城市抗震烈度统计	17
图表 28: 我国地震重点监视防御区 (非官方)	18
图表 29: 减隔震市场规模测算	19
图表 30: 天津液化天然气 (LNG) 储罐项目	20
图表 31: 漳州核电工程“华龙一号”项目	20
图表 32: 公司云南省内外业务占比情况	20
图表 33: 公司全国化市场布局	21
图表 34: 公司产能扩张情况	22
图表 35: 全新震安三维隔震 (振) 系统	22
图表 36: 2022-2024 年盈利预测	23

1、专注减隔震行业，龙头地位稳固

1.1、精耕细作，稳扎稳打减隔震行业十二年

震安科技成立于 2010 年，精耕细作减隔震行业，致力于提供建筑减隔震技术全套解决方案和全生命周期服务，入选工信部首批“小巨人”企业名单，成为国家级制造业“单项冠军”，现已成为建筑隔震行业龙头。公司的技术水平和市场份额领先于行业，据公司公告，2018 年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 41.5%。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司年报，公司招股说明书，华鑫证券研究

公司创立至今十二年，发展历程可以分为三个主要阶段：

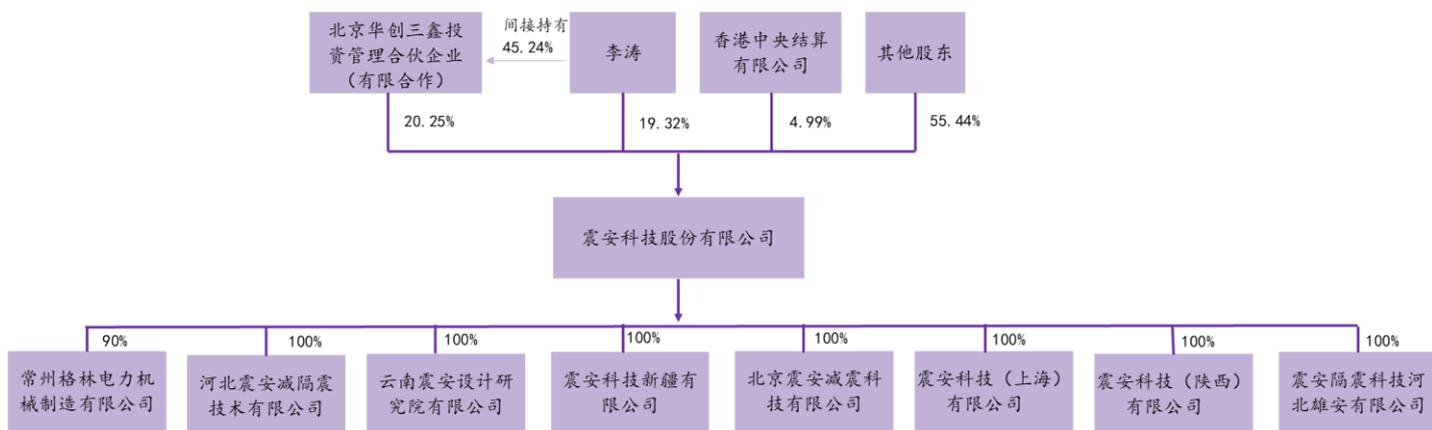
第一阶段：创业成长阶段，2010 年-2018 年。公司初创成立在云南昆明，作为抗震烈度较高的省份，云南地区对建筑减隔震认知较早，政策支持力度较大，有利于公司初创阶段的市场开拓。2016 年，随着云南省外市场对减隔震技术的认知加深，公司开始逐步加大省外业务拓展力度（主要包括海南、新疆、山东、山西、甘肃等高烈度区域），承揽了北京大兴机场航站楼减隔震项目、乌鲁木齐市中医院综合业务楼（内科病房楼）项目等。

第二阶段：上市发展阶段，2019 年至 2021 年。公司 2019 年成功登陆创业板，成为 A 股首家以建筑减隔震为主业的上市公司。公司通过 IPO 的募投，逐步扩大自身减隔震产能，同时利用上市公司身份，进一步树立自身品牌优势。2021 年，公司成功发行 2.85 亿可转债，用于新建减隔震制造基地，完善公司产能布局。同年公司收购常州格林，进一步提升公司在减震领域的生产能力。

第三阶段：快速发展阶段，2022 年之后。2021 年 9 月，《建设工程抗震管理条例》正式颁布，以国家立法形式强制规范减隔震产品在建筑工程领域的运用，随着相关配套法规逐步落地，市场规模扩大的确定性在不断提升，公司有望乘上行业快速发展的东风。

公司股权结构清晰。公司实际控制人为李涛，直接持有公司股权 19.32%，并通过北京华创三鑫间接持股 20.25%，穿透后持股占比近三成。此外，香港中央结算公司持股 4.99%，社保基金持股 1.73%。公司旗下有 1 家控股子公司（常州格林）和 7 家全资子公司，分别分布在江苏常州、河北唐山、云南昆明、新疆、北京和上海等地。

图表 2: 公司股权结构



资料来源：公司年报，公司招股说明书，华鑫证券研究

公司建筑减隔震产品类别齐全、应用成熟。公司主要产品包括全系列建筑隔震橡胶支座（如铅芯橡胶支座、FPS 摩擦橡胶支座、天然橡胶支座）、弹性滑板支座、服务器隔震台、碟簧阻尼隔振装置、公路桥梁支座、建筑消能减震阻尼器、核级大型液压阻尼器等，已广泛应用于学校、医院、大型商业综合体、体育场馆、博物馆、应急指挥中心、核电站、机场、LNG 储罐、新建住宅和老旧建筑加固等抗震领域。

图表 3: 公司主要产品

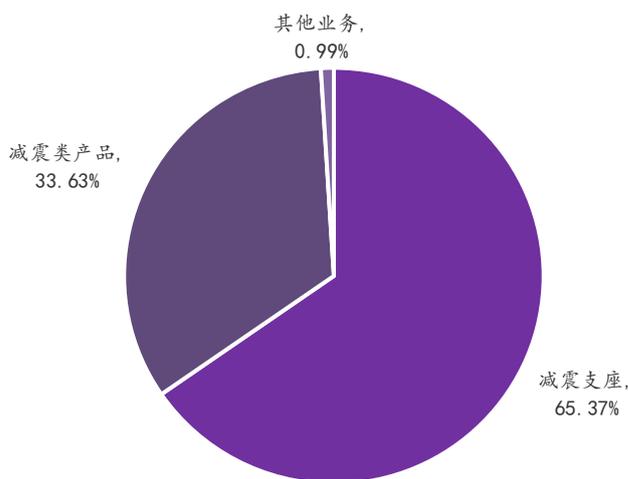
类别	产品名称	产品介绍	图例	主要原材料	主要应用
隔震支座产品	铅芯橡胶支座	铅芯橡胶隔震支座既能够承担整个上部结构的竖向荷载，延长结构周期，又能提供一定的阻尼，使得下部结构即墩和墩台的地震力重新分配，隔震层的位移也不会很大，具有很好的隔震效果。		钢材、橡胶、铅	建筑墩座
	天然橡胶支座	建筑隔震橡胶支座由多层钢板与橡胶交替叠合而成，钢板作为橡胶支座的加劲材料，改变了橡胶体竖向刚度较小的特点，使其既能降低水平地震作用，又能承受较大竖向荷载。		钢材、橡胶	建筑墩座
	FPS 摩擦摆支座	摩擦摆支座是一种兼顾滑动摩擦耗能 and 钟摆原理的隔震支座，在通过摩擦消耗结构振动能量的同时，也能延长结构的自振周期，避免结构在地震波作用下产生共振现象。		钢材、橡胶	建筑墩座
	弹性滑板支座	建筑弹性滑板支座没有回复力，需要和其他款式的隔震橡胶支座搭配使用，它具备较大的竖向承载力、摩擦系数较小、滑动位移较大等优势。		钢材、橡胶	建筑墩座
	公路桥梁支座	桥梁支座是连接桥梁上部结构和下部结构的重要结构部件，位于桥梁和垫石之间，它可将桥梁上部结构承受的荷载和变形(位移和转角)可靠地传递给桥梁下部结构，是桥梁的重要传力装置。		钢材、橡胶	桥梁支座
	服务器隔震台	通过一些振动控制系统，可以保证建筑、设备的安全性、舒适度、静音降噪以及功能性的发挥，这是减隔震(振)未来应用最为广泛的领域之一。		钢材、橡胶	建筑结构

	<p>碟簧阻尼隔振装置</p> <p>竖向振动控制效果较建筑三维橡胶隔震支座效果更佳，以建筑微振动控制为主。如：降低地铁沿线住宅室内振动，提升住宅舒适性；减少实验室周边环境影 响，保证精密仪器实验精度。</p>		钢材、橡胶	实验室微振动
减震产品	<p>消能减震阻尼器</p> <p>黏滞阻尼器 (VFD) 是一种速度相关型、无附加刚度的耗能装置，用于结构的减震（振）消能。由缸筒、活塞、阻尼结构、活塞杆和阻尼介质等部分组成，当活塞与缸筒间产生相对运动时，阻尼液从阻尼结构间通过，对两者的相对运动产生阻尼，从而耗散能量。</p>		钢材、橡胶	建筑结构、设备基础工程
	<p>核级大型液压阻尼器</p> <p>广泛应用于钢铁、石化、火电与核电厂各类工艺管道或关键设备的抗震减振。多为全封闭-全对称-内阻式结构，具有安全可靠、寿命长，安装、维护方便等特点。常州格林产品已完全替代进口产品用于包括核电站在内的各种工程项目中。</p>		钢材、橡胶	火电厂、核电站

资料来源：公司官网，华鑫证券研究

公司 22H1 减隔震产品销售占比达到 99%，其中隔震支座等占比达到 65.37%，减震产品消能阻尼器等占比 33.63%。

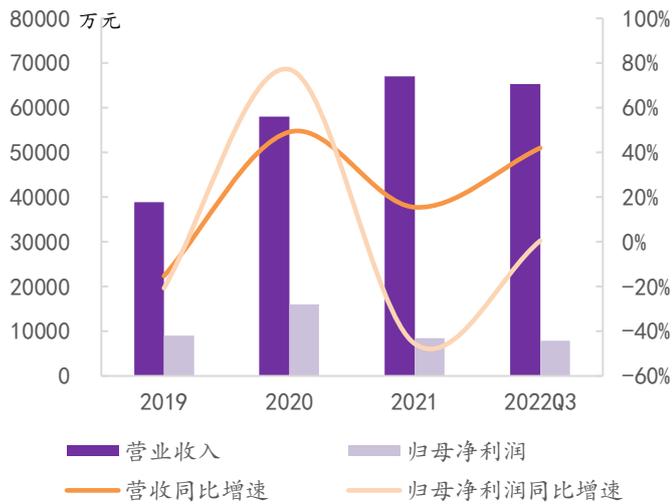
图表 4：公司主要产品销售占比



资料来源：2022H1 报告，华鑫证券研究

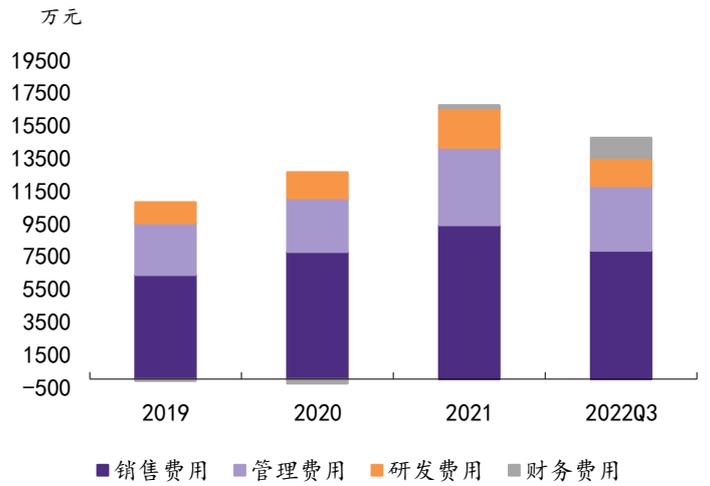
公司营收逐年增加，去年利润承压下降后，今年前三季度边际出现改善。公司 2021 年实现销售收入 6.7 亿元，同比提升 15.48%，2017 年至 2021 年 CAGR 达到 25.53%，特别是 2019 年上市以来的 CAGR 达到 31.24%；2022 年前三季度公司销售收入达到 6.53 亿元，同比提升 42.00%，反映出公司的营收增长动力强劲。盈利表现方面，公司 2021 年毛利润 2.79 亿元，归母净利润 0.87 亿元，分别同比下降 8.58% 和 45.58%，利润下滑的主要来自两个方面的原因，一是钢材、橡胶等原材料的价格提升，二是公司前置费用支出，导致销售和管理费用有所增加。2022 年前三季度公司毛利润 2.78 亿元，同比提升 32.80%，归母净利润 0.79 亿元，同比提升 0.46%，受益于原材料价格的回落，公司的盈利表现已经出现边际改善。

图表 5: 公司营收和利润情况



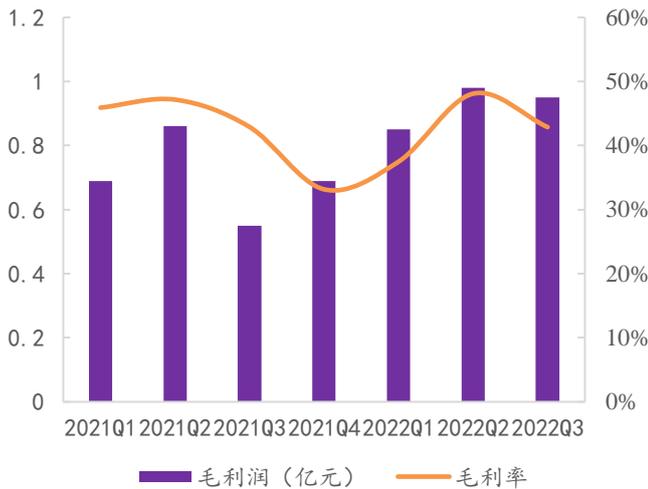
资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, WIND, 华鑫证券研究

图表 6: 公司三费情况



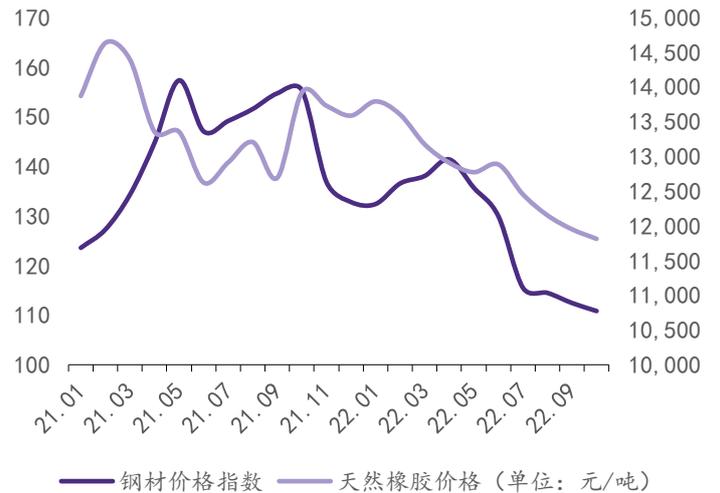
资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

图表 7: 公司单季度毛利率情况



资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, WIND, 华鑫证券研究

图表 8: 钢材(右轴)和橡胶的价格走势(左轴)



资料来源: WIND, 百川盈孚, 华鑫证券研究

1.2、精益求精，核心优势不断夯实

震安科技作为建筑减隔震行业龙头，不断精益求精，夯实自身的核心竞争力，主要体现在以下四个方面：

一是持续推进研发创新，技术实力领先一筹。

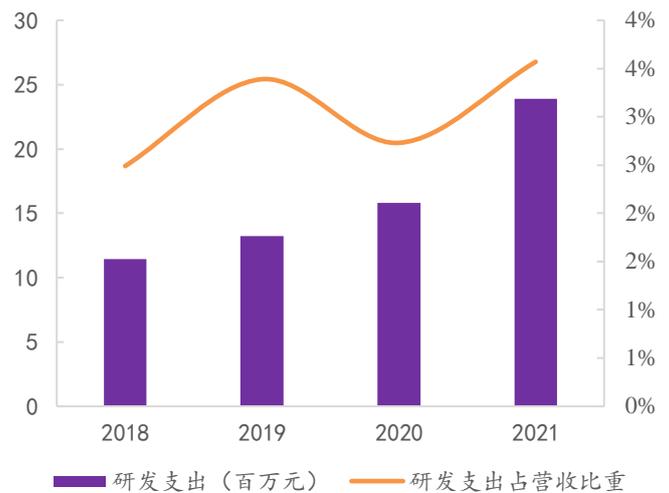
对内：1) 公司拥有云南省科技厅批准的第一批院士工作站——周福霖院士工作站，周院士是工程结构与抗震隔震减震控制专家，长期从事建筑结构抗震的研究工作，对中国工程结构隔震减震控制技术体系的建立、应用与发展作出了开拓性的贡献。同时公司还成立苏经宇工作室研发团队和技术工艺成本核算中心，以持续改善生产工艺为主要方向。

图表 9: 公司研发人员数量及其占比



资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, WIND, 华鑫证券研究

图表 10: 公司研发支出及其占营收比



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

2) 不断加大研发投入, 推进减隔震产品的技术迭代升级。综合 2018-2021 四个年度来看, 公司的研发人员绝对值和人员占比有大幅提升, 研发支出金额和研发费用率也呈现上升趋势。截至 2021 年末, 公司研发人员 142 人, 占比 15.49%, 研发经费投入 2390 万元, 占营收比 3.57%。

对外: 公司通过产学研用的模式与国内外研究所和高校密切合作, 共同开展多个研发项目。震安科技自成立以来, 与超过 200 多家设计院形成了合作, 新西兰皇家科学院、日本 FUJITA 公司、中国建筑科学研究院、华中科技大学、昆明理工大学等都是长期交流合作伙伴。公司持续的研发投入和突出的研发创新能力形成了一系列技术成果, 保证了公司在建筑减隔震行业技术水平领先同业。例如, 公司与北京工业大学合作进行的“隔震橡胶支座水平极限剪切能力研究”, 已经完成 LNR1200 支座水平极限剪切 450%的力学验证, 实现了行业层面的技术突破。

图表 11: 公司部分研发项目示例

序号	部分项目名称	研究内容
1	低剪切模量隔震支座的研发	研发出 G4 配方, 用此配方生产 D1200、D1000、D750、D600、D500 支座, 并进行了极限破坏实验, 极限剪应变都达到了 400%以上, 技术水平达到国际先进水平
2	自动喷涂生产线的研发	采用自动喷涂线, 大大提高了生产效率, 降低了生产成本, 改善了工作环境
3	隔震橡胶支座生产的组合模具研究	组合模具可以缩短硫化时间, 节省两块法兰板, 减少机加工工序, 采用液压脱模缸实现全自动化的合模和脱模, 提高生产效率, 降低生产成本
4	高组尼隔震支座的研究	高组尼支座力学性能稳定, 100%剪应时等效组尼比 18.6%, 支座的极限剪应变 350%以上
5	高层隔震技术研究	完成了 90 米高层建筑隔震分析设计、抗震专项审查、配合昆明理工大学完成地震模拟振动台试验, 完成了大直径支座试制、检验、生产、应用。
6	软钢组尼墙的研发	软钢组尼墙由连接钢板和金属软钢钢板组成, 结构、工艺可靠, 性能稳定, 具有较高承载力及较好的耗能能力, 有较好的防屈曲支撑能力
7	防屈曲耗能支撑研发	研发的一字型 BRB 性能稳定, 具有较高承载力及较好的耗能能力, 有较好的防屈曲支撑能力
8	内外层同一配方的研究	采用变量试验法考察防老剂对胶料物理机械性能的影响, 通过试验对比分析, 选出的最佳防老剂组合, 并将配方成果应用于工程中
9	开姆洛克胶黏剂适应性的研究	从工艺性能、耐久性、剥离强度等多个角度, 研究开姆洛克、罗门哈斯胶黏剂对大直径隔震橡胶支座的影响。
10	大直径支座研发	完成直径 1300 到 1500 隔震橡胶支座的配方选型、支座试制、性能检测, 通过型式检验。
11	农村居民简易支座的研究	研发性能稳定, 价格低廉的农村简易支座
12	防火隔震支座的研究	研制能够满足 JG118-2000CWS《建筑隔震橡胶支座》对防火支座燃烧前后性能下降在 30%以内要求的橡胶支座

13	软硬胶支座系列化的研究	研制系列化隔震支座
14	隔震支座柔性防老化涂层的研究	增强橡胶支座抵御外界老化因素侵袭的能力，减轻或延缓橡胶支座老化的发生和扩展，起到防护作用
15	粘弹性阻尼器的研究	研制性能稳定，耗能能力强，等效阻尼比在 15%以上，温度相关性好，符合行标的 VED
16	塔架结构减隔震技术研究	研制塔架结构产品、减隔震设计分析方法

资料来源：公司官网，华鑫证券研究

二是持续参与制定行业标准，市场嗅觉快人一步。

公司凭借行业领先地位推动了多项地方、行业及国家标准的制定，裁判员和参赛者的双重角色能让公司保持敏锐的市场嗅觉，精准把握市场需求和标准要求，领跑行业。在上市之前，公司主编了云南省地方标准《建筑工程叠层橡胶隔震支座性能要求和检验规范》和《建筑工程叠层橡胶隔震支座施工及验收规范》，参与修订建筑工业行业标准《建筑隔震橡胶支座》，参编了建筑行业标准《建筑隔震摩擦技术规程》等等，截至 2021 年末，公司累计已编在编的减隔震技术标准 37 部，其中国家标准 2 部、行业标准 5 部、协会标准 7 部、地方标准 21 部、企业标准 2 部。

图表 12：公司参编的部分行业标准

时间	行业标准名称
2012.9	(云南) 建筑工程叠层橡胶隔震支座施工及验收规范 DBJ53/T-48-2012
2012.11	(云南) 建筑工程叠层橡胶隔震支座性能要求和检验规范 DBJ53/T-47-2012
2017.7	(国标) 《建筑钢结构球型支座》GB/T 32836-2016
2018.6	(国标) 建筑隔震橡胶支座 JG 118-2018
2020.7	(云南) 建筑工程叠层橡胶隔震支座性能要求和检验标准 DBJ53/T-47-2020
2020.7	(云南) 建筑工程叠层橡胶隔震支座施工及验收标准 DBJ53/T-48-2020
2021.6	《建筑工程消能减震技术标准》DB13(J)/T8422-2021
2021.6	《建筑隔震橡胶支座应用技术标准》DB13(J)/T8423-2021
2022.1	《建筑消能减震应用技术规程》DBJ53/T-125-2021
2022.1	(河北) 《建筑隔震工程应用技术标准》DB13(J)T 8423-2021
2022.1	(河北) 《建筑工程消能减震技术标准》DB13(J)T 8422-2021

资料来源：住建部，公司招股书，公司年报，华鑫证券研究

三是持续服务国家重大项目，行业经验丰富。

公司依靠高标准的技术要求及高水平的产品研发能力，承接了众多国家重大项目，积累了丰富的项目经验：如全球单体减隔震标杆，被评为“新世界七大奇迹之首”的北京大兴机场项目、国内首次采用国产减隔震产品的天津液化天然气(LNG)储罐项目以及云南省博物馆新馆项目等等。

套服务。公司在建筑物立项和设计阶段就保持与客户的沟通，为客户提供工程项目隔震技术咨询，隔震结构分析设计；对于具有特殊结构要求的建筑物，还可以提供非标准化减隔震产品的定制研发生产；在项目具体施工建设阶段，公司有专业团队进行定向技术支持和服务，指导安装，并在项目建成后，为业主方提供售后跟踪和产品维护，形成了“设计-研发-生产-检验-安装-监测-维护”的完整产业服务链。

图表 15：公司一体化服务内容



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

建筑行业具有严格的建筑施工标准审查和验收规范，而减隔震产品因其设计特殊性，往往需要专业的减隔震技术人员进行全程参与。当前行业内的中小规模企业大多以售卖产品或者制造产品为主，缺乏隔震理论、隔震设计和咨询等技术和研发能力，亦不具有提供隔震技术成套解决方案的能力。震安科技凭借行业罕有全产业链一体化综合能力，将持续垫厚公司的竞争壁垒，巩固行业龙头地位。

图表 16：公司的全周期产品服务体系



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

2、减隔震行业发展势头向好，政策落地将逐步释放增量市场

2.1、减隔震技术大有裨益，行业政策不断出台

我国属于地震多发国家，同时我国又是人口大国，大地震给我国带来的人口伤亡、经

济损失十分巨大，“从有住房到安全住房”的观念越来越被国家和人民重视。

图表 17：国内外重大地震死亡人数对比

国家	中国	中国	中国	巴基斯坦	伊朗	日本	日本	美国
地震	2022 四川泸定地震	2010 青海玉树地震	2008 年汶川地震	2005 年巴基斯坦地震	2003 年伊朗巴姆地震	2011 年东日本大地震	1995 年日本阪神地震	1989 年美国加州罗马普里埃地震
震级	6.8	7.1	8.0	7.8	8.6	9.0	7.3	7.1
死亡人数	93 人	2698 人	6.9 万人	3.9 万人	3.1 万人	1.6 万人	6500 人	63 人

资料来源：震安科技招股书，央视新闻，华鑫证券研究

2008 年汶川地震后，我国对抗震防灾工作的重视程度愈发增强。按照国家质检总局和国家标准化管委会 2015 年发布的《中国地震动参数区划图》（GB18306-2015），国家地震局等根据我国各省（自治区、直辖市）乡镇政府所在地、县级以上城市的基本地震动峰值加速度及其反应谱特征周期等技术要素，绘制出我国地震烈度区划图。

图表 18：中国地震烈度划分 2015 版（颜色由浅至深以此为：6、7、8、9 度）



资料来源：中国地震动参数区划图，华鑫证券研究

可以看出，我国华北地区的燕山山脉向东延伸至东北平原，向西延伸至太行山脉和黄土高原环绕带，云贵高原大部分地区和川渝地区北部，青藏高原边缘地区和帕米尔高原边缘地区，鲁南地区和华东沿海城市带、华南沿海城市带，以及我国台湾地区均处在较高的地震烈度区。

减隔震技术可有效抵御地震带来的建筑物位移晃动，降低地震灾害所带来的风险，成为建筑物抵御地震的重要防范屏障，减隔震技术作为更有效的抗震技术正在全球范围内被广泛应用，在我国减隔震技术同样具有重要的应用价值。减隔震技术主要分为三类：传统抗震、隔震技术和减震技术，三类技术的抗震原理不尽相同，传统抗震技术简单，设计难度较低，但抗震效果一般；隔震技术的应用场景丰富，技术成熟度较高，也兼具经济

性；减震技术的设计难度较高，经济性不明显，但在设备保护、降噪、抗风震等特殊应用场景下具有应用优势。

图表 19：传统抗震、隔震、减震对比

类别	传统抗震技术	隔震技术	减震技术
抗震原理	“以刚克刚”：通过增加混凝土、钢筋等建筑材料的用量来抗震	“以柔克刚”：在建筑的基础/下部结构和上部结构间设置隔震装置（隔振器、阻尼装置等组成），形成隔震层，减少能量向上传导	“化刚为柔”：在建筑结构上设置耗能装置，通过耗能器的相对变形和相对速度提供附加阻尼，以消耗地震传入的能量
抗震效果	降低地震作用的大小依赖建筑材料的加固程度	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“抗”	立足于“隔”	立足于“减”
设计难易性	设计难度低	比较简单、易操作	比较复杂、繁琐
经济性	经济性不显著	良好的经济性	经济性不明显，有可能增加工程造价
应用范围	主要应用于低烈度区	应用范围广，可用于抗地震	应用范围广，可用于抗地震、抗风震
特点	容易造成建筑构件尺寸过大，导致成本高。 大震时仍会造成房屋倒塌、人员伤亡和经济损失。	大震不倒；中震可修；小震不坏。 隔震体系可实现对建筑物自身结构、非结构构件和建筑物内部设施的“三保护”。	没有改变传统的抗震体系，实际作用好于传统抗震技术而不及隔震技术。 震后仍需修复后才能使用

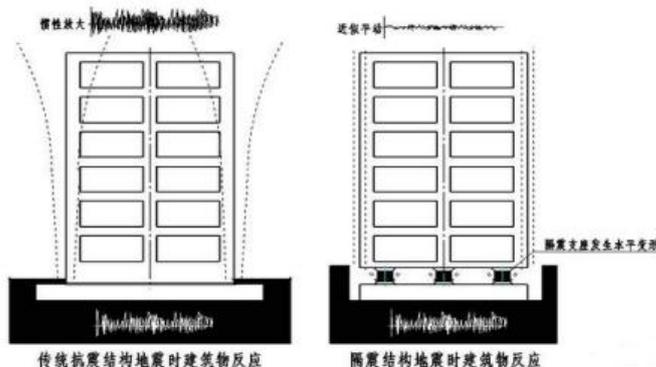
资料来源：中国勘察设计协会抗震防灾分会，建筑结构学报，公司招股说明书，华鑫证券研究

图表 20：传统抗震建筑和隔震建筑对比图



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 21：传统抗震建筑和隔震建筑对比图



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

减隔震技术应用实例：1) 在 2013 年芦山 7.0 级地震中，芦山县人民医院的门诊楼采取了隔震技术没有受到任何破坏，医疗设备完好，成为震后全县唯一的医疗救治中心，而数米之外同时新建的医技楼建筑和医疗设施却被严重破坏；2) 在 1994 年洛杉矶 6.7 级大地震中，31 座医院严重破坏，采用建筑隔震技术的 USC 大学医院功能基本完好。

图表 22：四川雅安地震中芦山人民医院隔震楼和传统楼对比



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 23：洛杉矶地震中同一城市的两个医院对比



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

减隔震产品应用可节约建筑物上部建材使用、扩大建筑物内部空间，具有综合降本增效的经济性。根据我国建筑抗震设计规范规定，当满足水平向减震系数不大于 0.4（地震烈度 9 级以下）等条件下，建筑上部构建可降低 1-2 度设计，也就是说，在部分地区采用减隔震设计的建筑物可以降低建筑物上部钢筋、混凝土、钢结构的使用量，节约成本；同时根采用减隔震设计的建筑物还可以减少内部梁柱的尺寸，扩大内部空间的使用面积，提升建筑物的使用效率。根据中国建筑设计研究院范重的研究，在 8 度（0.3g）设防下，采用隔震的建筑单方成本可较非隔震下降 10%以上，且随着设防等级的提升，隔震建筑的经济性将愈发显著。

图表 24：8 度（0.3g）设防下隔震建筑与非隔震建筑用料和造价对比

构件类型	隔震结构				非隔震结构			
	用钢量 (kg)	单方钢量 (kg/m ²)	混凝土用量 (m ³)	单方混凝土量 (m ³ /m ²)	用钢量 (kg)	单方钢量 (kg/m ²)	混凝土用量 (m ³)	单方混凝土量 (m ³ /m ²)
剪力墙	159005	18.8	1774	0.21	290822	34.3	2558	0.3
连梁	34859	4.1	153	0.02	83208	9.8	219	0.03
楼板	72133	8.5	985	0.12	73465	8.7	947	0.11
隔震层	12080	1.4	112	0.01	-	-	-	-
累计用量	278077	-	3024	-	447495	-	3724	-
总造价 (元)	主体结构	5681407	隔震设备	99300	主体结构	7452484	隔震设备	-
	合计		6674704		合计	7452484		
单方造价 (元/m ²)			788				880	

资料来源：《某剪力墙结构隔震设计技术经济性研究》（范重等，2018），华鑫证券研究

近年来，我国减隔震行业发展迅速。根据住建部公布的数据，截至 2019 年三季度末，我国已建成减隔震建筑物数量近 7000 栋；根据推算，2020 年我国已建成减隔震建筑物数量已超 8000 栋（目前，住建部不再披露减隔震建筑物数量）。

减隔震行业的发展对政策敏感度较高，2016 年 8 月云南省政府颁布《云南省隔震减震建筑工程促进规定》，12 月云南省住建厅发布《云南省隔震减震建筑工程促进规定实施细则》，扩大了减隔震推广应用区域和领域，2017 年全国累计已建成减隔震建筑 5119 栋，较上年大幅增加 1028 栋，其中有 915 栋来自云南，可见政策对行业发展的推动作用十分显著。

图表 25: 全国已建成减隔震建筑数量 (栋)



资料来源: 住建部, 公司招股说明书, 华鑫证券研究

基于上述判断, 我们对国家和地方减隔震政策进行了梳理。我们发现地方法规中云南、陕西、甘肃对学校 and 医院的建设强制要求使用减隔震产品; 山东对学校 and 三甲医院的建设强制要求使用减隔震产品; 新疆对具备条件的市政工程的建设强制要求使用减隔震产品; 合肥对重大医疗用建筑强制要求使用减隔震产品; 而包括四川、海南等地区则对学校、医院等建筑鼓励优先使用减隔震产品。2021 年, 国务院颁布的《建设工程抗震管理条例》正式实施, 以立法形式明确规定了在全国范围内的高烈度设防地区、地震重点监视防御区, 新建学校、幼儿园、医院、养老机构、应急指挥中心、应急避难场所等公共建筑应当采用隔震减震技术, 保证发生本区域设防地震时不丧失建筑功能。我国减隔震行业正式进入“强制”时代。

此外, 住建部配套立法, 同步发布和生效的《建筑隔震设计标准》, 明确了行业最新的国家标准; 住建部和质检总局修订的《建筑抗震设计规范》已发布征求意见稿; 而公司参编的《基于保持建筑正常使用功能的抗震技术导则 (送审稿)》已召开审查会, 形成减隔震行业的技术规范。建筑减隔震行业在国家顶层设计的“立法+标准+技术要求”政策体系渐趋完善。

图表 26: 我国减隔震行业重要政策梳理

时间	政策	国家/地方	发布单位	相关内容
2021.5	《建设工程抗震管理条例》	国家	国务院、住建部	2021 年 9 月 1 日开始施行, 《建设工程抗震管理条例》要求: (1) 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。(2) 位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的学校、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、广播电视等已经建成的建筑进行抗震加固时, 应当经充分论证后采用隔震减震等技术, 保证其抗震性能符合抗震设防强制性标准。(3) 实施农村危房改造、移民搬迁、灾后恢复重建等, 应当保证建设工程达到抗震设防强制性标准。(4) 国家鼓励在除前款规定以外的建设工程中采用隔震减震等技术, 提高抗震性能。
2021.12	《建筑抗震设计规范》(局部修订条文征求意见稿)	国家	住建部、质检总局	配合立法, 对建筑抗震性能设计的技术要求修订了规范要求。

2022.3	《基于保持建筑正常使用功能的抗震技术导则（送审稿）》	国家	-	地震时正常使用建筑应保证当遭受相当于本地区抗震设烈度的地震时，无需修理可继续使用；当遭受罕遇地震时，经简单或适度修理可继续使用。
2022.5	《关于认真贯彻落实〈建设工程抗震管理条例〉的通知》	地方	四川省住建厅	对高烈度设防地区、地震重点监视防御区的新建学校、幼儿园、医院等八类建筑，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。
2022.6	《〈四川省房屋建筑和市政基础设施抗震设防专项审查实施办法〉（征求意见稿）》	地方	四川省住建厅	属于抗震设防专项审查范畴且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。

资料来源：政府网站，华鑫证券研究

需要特别说明的是，《建设工程抗震管理条例》中未对明确指明高烈度设防区域和地震重点监视防御区的具体清单。但根据《中国地震动参数区划图》（GB18306-2015）《建筑抗震设计规范》（GB50011-2010）的附录，我们整理出全国主要城市（直辖市、省会城市和计划单列市）的地震烈度等级（按城市所辖区县最高烈度等级统计），发现包括北京、上海、广州、深圳在内的 26 座城市处在 7 度及 7 度以上地区。

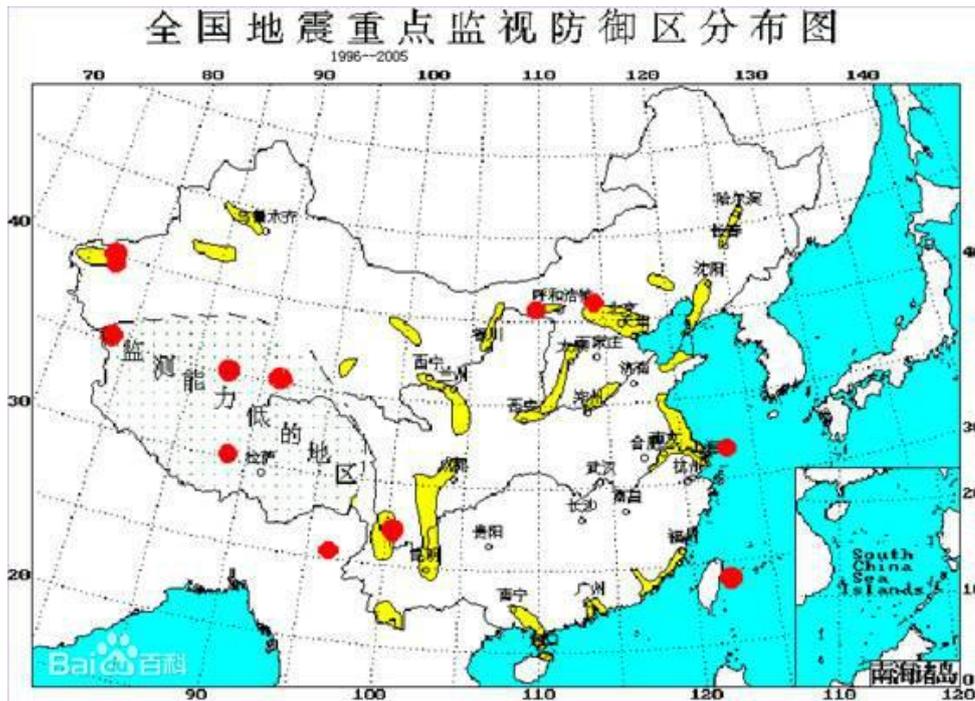
图表 27：我国主要城市抗震烈度统计

序号	城市	地震烈度（最高）	序号	城市	地震烈度（最高）	序号	城市	地震烈度（最高）
1	北京	8 度	13	沈阳	7 度	25	广州	7 度
2	上海	7 度	14	长春	7 度	26	南宁	6 度
3	天津	8 度	15	哈尔滨	6 度	27	海口	8 度
4	重庆	6 度	16	南京	7 度	28	成都	7 度
5	大连	7 度	17	杭州	6 度	29	贵阳	6 度
6	宁波	7 度	18	合肥	7 度	30	昆明	8 度
7	厦门	7 度	19	福州	7 度	31	拉萨	8 度
8	青岛	6 度	20	南昌	6 度	32	西安	8 度
9	深圳	7 度	21	济南	6 度	33	兰州	8 度
10	石家庄	7 度	22	郑州	7 度	34	西宁	7 度
11	太原	8 度	23	武汉	6 度	35	银川	8 度
12	呼和浩特	8 度	24	长沙	6 度	36	乌鲁木齐	8 度

资料来源：《中国地震动参数区划图》，《建筑抗震设计规范》，华鑫证券研究

地震重点监视防御区指的是对我国人口稠密、经济发达，十年左右（或更长一段时间）可能发生 6 级以上破坏性地震，应重点加强监视和采取防御措施的，经国务院或省级人民政府批准的确定性地区。目前未有官方文件明确罗列我国地震重点监视防御区，但根据公开资料显示 1995 年至 2005 年我国地震重点监视防御区，包括了长三角、珠三角、京津冀、川渝滇地区、黄河经济带流域、东北主要城市、西北主要城市等。

图表 28：我国地震重点监视防御区（非官方）



资料来源：公开网络，华鑫证券研究

2.2、减隔震市场逐步释放，五年内望扩容至 150 亿

我们认为我国减隔震市场规模的扩张取决于三大核心因素。**核心因素一：宏观经济**，建筑减隔震市场是建筑施工行业的伴生行业，建筑施工行业的投资建设情况对减隔震市场的发展发挥着行业贝塔的牵引作用；**核心因素二：政策**，前述研究分析指出，减隔震行业的政策敏感度高，政策对市场扩容发挥重要作用，目前国务院颁布实施立法已经过去三个多季度，但各地方配套政策出台节奏不一，这将导致立法政策引致的增量市场逐步释放；**核心因素三：范围**，随着减隔震技术被市场认可和接受，适用减隔震技术的区域范围的扩大，也将激发减隔震市场的增长。

基于上述三个核心因素，为了估算我国减隔震市场规模未来的扩容情况，我们对三关键变量做出如下假设：

核心变量一：建筑安装工程类固定资产投资完成额及年化增速。我们认为这一变量主要反映了建筑行业的增长趋势。对于年化增速，考虑到建筑安装工程中存在跨年施工和投资的现象，存在时间维度上的自相关特点，因而我们以过去三年的非均衡移动平均加权来进行测算，即假设当年增速=过去第 1 年增速*70%+过去第 2 年增速*15%+过去第 3 年增速*15%。

核心变量二：立法政策带来减隔震技术在全国市场的渗透率及年化增速。我们认为这一变量能反映政策效力逐步作用于全国所带来的减隔震市场规模的逐步释放。具体而言，我们以云南地区 2016 年立法后，2017 年云南市场渗透率提升幅度作为参考因子，假设 2021 年立法出发，2022 年配套政策相继出台后，2023 年全国市场渗透率较 2021 年具有当

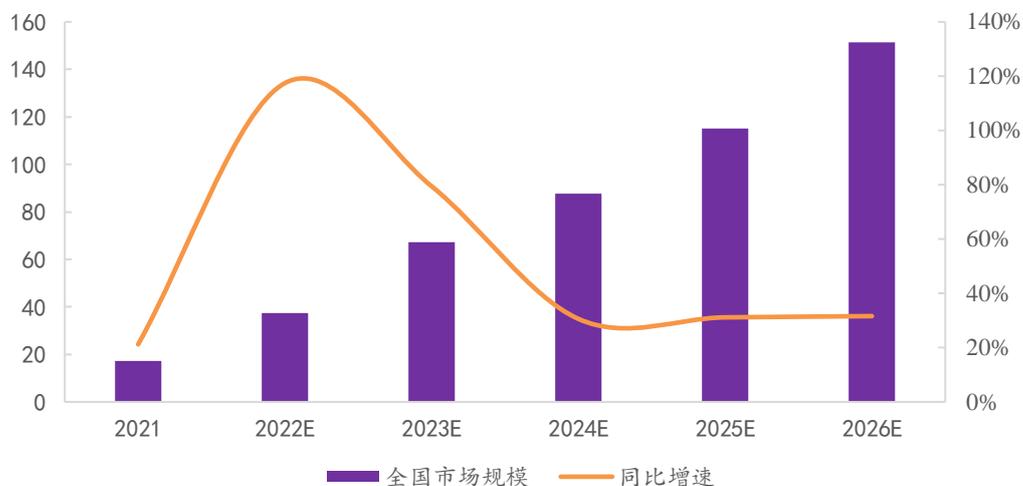
年云南市场相当的渗透率提升幅度（我们认为 23 年市场渗透率才能有云南当年的当量提升，是考虑到全国性政策在传导时滞上可能高于地方性政策，因为政策对市场的作用可能更要更加滞后），并且全国市场渗透率的年化增速将保持云南市场 2017-2020 渗透率的 CAGR。

核心变量三：减隔震市场测算的市场范围。基于目前所掌握的高烈度设防区域和地震重点监视防御区的大致范围，我们假设减隔震技术的主要市场范围包括云南地区和全国范围内的直辖市、省会城市和计划单列市。这一假设实际上是存在瑕疵的，因为包括四川、广东等地区已经表明部分地级市或其辖区也属于强制应用的减隔震技术的地区，但考虑到当地市场规模和测算的谨慎原则，我们暂且不将其纳入测算范围。

除了上述对于三个核心变量的假设外，我们还假设：（1）直辖市建筑安装类固定资产投资完成额采用国家统计局数据，省会城市、计划单列市的固投建筑安装额以经济总量为权重，通过全省建筑安装类固定资产投资完成额测算而得 $[(\text{该市 GDP}/\text{所属省 GDP}) \times \text{所属省固投建筑安装额}]$ 。（2）初始市场规模基数（2017 年）以招股说明书中所列震安公司市占率与公司年产值倒算而得，且假设公司 2017-2020 在云南地区市场占有率不变。

基于上述假定，我们测算出我国减隔震市场规模将在未来五年扩容近 10 倍，达到 150 亿元以上，CAGR 达到 54.47%。此外，测算结果反映出的另一个特征是，我国减隔震市场规模将呈现逐步扩大的态势，随着宏观经济的发展和减隔震技术渗透率的持续提升，在不考虑适用范围扩大的谨慎假设下，全国减隔震市场规模将保持在一个相对稳定增长区间，逐步释放增量市场。

图表 29：2022-2026 减隔震市场规模测算



资料来源：公司招股说明书，WIND，华鑫证券研究

上述测算主要考虑的是减隔震技术在建筑安装领域应用所带来的市场规模增加，实际上，减隔震技术在一些非建筑安装领域的应用也在逐步显现。根据公司官网披露，天津液化天然气(LNG)储罐项目、漳州核电工程“华龙一号”项目等重大项目均使用了减隔震产品。我们预计未来随着能源、核电站、“一带一路”等测算外市场的发展，减隔震市场规模有望得到进一步提升。

图表 30: 天津液化天然气(LNG)储罐项目



资料来源: 公司官网, 华鑫证券研究

图表 31: 漳州核电工程“华龙一号”项目



资料来源: 公司官网, 华鑫证券研究

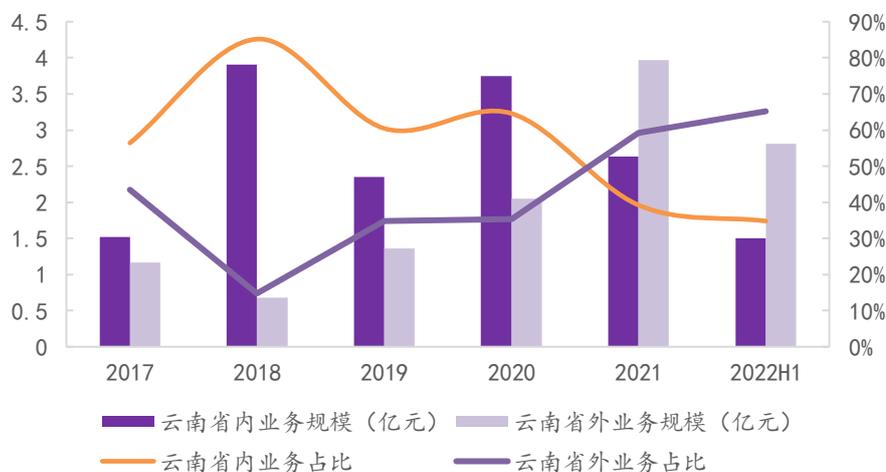
3、多维布局打足提前量，日益月滋候东风

近年来，公司加快推进多维布局，现已为迎接增量市场打足提前量。公司的多维布局主要体现在市场、产能和产品三个方面，其中市场布局以全国化为导向；产能布局以减隔震生产能力大幅提升为导向；产品布局以柔性抗震以及振动控制的“震振双控”，并以此服务市场需求为导向。

全国化市场布局已基本确立，五大销售区覆盖全国重点城市。

目前，公司根据市场拓展需求已在全国范围内成立了五大销售区：西南、西北、华南、华东和北方销售区，覆盖具有减隔震应用潜力的重点城市，并下沉设计部人员至销售大区，建立销售、设计联动机制；同时，继续健全和扩张分支机构，建立专业销售团队，针对不同地区、行业和客户特点制定相应的营销策略。为了进一步配合全国化市场布局，公司分别在西南、华北和华东新建/兼并生产基地，构建服务市场的全国化生产体系。公司 2021 年云南省外业务收入占比首次超过省内业务，同比大幅提升近 24pct，并保持向上提升趋势。

图表 32: 公司云南省内外业务占比情况



资料来源: 公司年报, WIND, 华鑫证券研究

图表 33：公司全国化市场布局



资料来源：公司宣传册，华鑫证券研究

公司 IPO 募投+可转债募投+并购扩产+定增募投有序推进，悉数建成后产能有望较上市扩大 6 倍。

公司上市以来分别通过 IPO 募投、发行可转债募投、并购常州格林（90%股权）和简易程序定增等方式实现产能扩张布局。

(1) IPO 募投项目可增加减隔震产品产能 6 万套。公司 2019 年 IPO 募资 6.288 亿元，用于减隔震制品生产线技术改造和新建智能化减隔震制品装备制造基地项目，建设周期约 24 个月，计划建成投产第一年产能达产率 40%；第二年产能达产率 60%；第三年产能达产率 100%。（公司 2021 年公告披露，IPO 募投项目实际提升隔震产品产能 6.2 万套。）

(2) 发行可转债募投项目可增加减隔震产品产能各 3 万套。公司 2021 年发行可转债募资 4.4 亿元，用于新建智能化减震及隔震制品装备制造基地项目，建设周期 24 个月，计划建成投产第一年产能达产率的 40%，第二年产能达产率的 60%，第三年产能达产率的 80%，第四年及以后达产 100%。

(3) 收购常州格林提升减震产品技术储备。公司 2021 年 7 月以现金 5000 万元收购常州格林 66.67% 股权，2022 年 2 月以现金 2105.23 万元进一步收购常州格林 23.33% 股权，公司持股比例增加至 90%。常州格林的主要产品为大型阻尼器，与公司同属一个大的行业，主要客户为国内主要核电站。公司未公告常州格林具体产能数据，但常州格林 2020 年销售收入，与公司公告 2020 年 1-9 月减震产品销售均价估算，常州格林产能约 0.4 万套。公司披露，投资常州格林主要在于加深公司在阻尼器等减震产品方面的技术储备。

(4) 定增募投扩产 11.5 万套减震产品。公司 2022 年 9 月以简易程序向特定对象发行股票募集资金 2.5 亿元，主要投向常州格林，用于年产 10 万套智能阻尼器、1.5 万套核电站用液压阻尼器及 2.5 万套配件项目（一期）、研发中心建设项目、营销网络建设项目及

补充流动资金，建设周期 24 个月，预计建成投产第一年产能达产率为 40%，第二年产能达产率 60%，第三年产能达产率 80%，第四年产能达产 100%。

公司上市前已有隔震产品产能 3.6 万套、减震产品产能 1 万套，公司上市以来通过募投、并购等方式，有望将产能增加至隔震产品产能 12.8 万套、减震产品产能 11.5 万套，累计较上市前扩大约 6 倍。按照各个募投项目的建设计划，我们预计 2022 年可建成隔震产品产能 9.8 万套，减震产品产能 4.4 万套。公司前置产能布局，虽然对 21 年盈利能力构成一定压力，但考虑到市场处在扩容临界阶段，我们认为公司充沛的产能储能未来将有利于公司抓住市场机遇，实现营、利双增。

图表 34：公司产能扩张情况

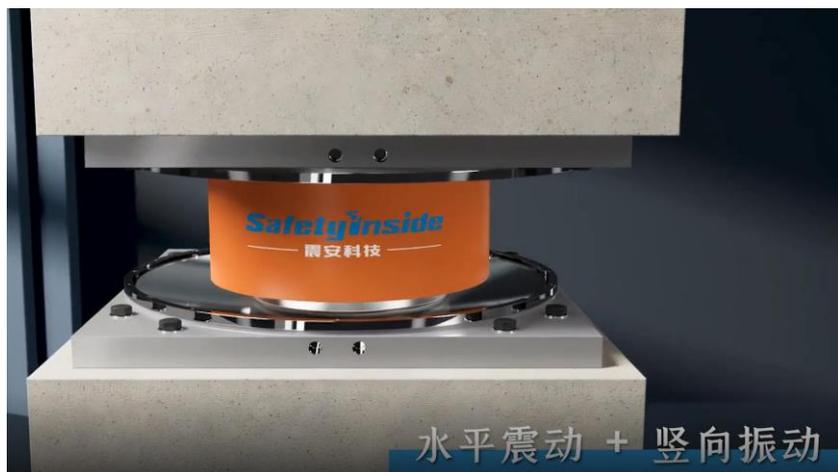
	投资金额 (亿元)	隔震产能 (万套)	减震产能 (万套)	合计产能 (万套)
上市前	-	3.6	1	4.6
IPO 募投	6.288	6.2	0	6.2
可转债募投	3	3	3	6
收购常州格林	0.71	0	0.4	0.4
拟定增募投	2.65	0	11.5	11.5
预计最终产能	-	12.8	15.9	28.7
22 年预计达产产能	-	9.8	4.4	14.2

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

多项创新产品研发落地，完善多元化产品布局，匹配增量市场需求。

近期，公司发布了与清华大学联合研发的全新震安三维隔震（振）系统，主要解决以地铁为主的城市轨道交通上盖或者沿线开发（TOD 模式）中的震动问题，及由震动带来的噪音危害和潜在安全隐患。该产品不仅能在应对地震等自然灾害时，具有传统减隔震产品同等的抗震效果，还能够有效消除轨道轮轨振动通过建筑基础传递到建筑结构所带来的垂直层振动影响。考虑到全国城市轨道交通庞大的存量市场和十四五期间每年新建成约 600km 里程的增量市场，三维隔震（振）系统可有效匹配 TOD 模式下的市场需求。

图表 35：全新震安三维隔震（振）系统



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

同时，公司研发的隔震橡胶支座状态监测装置也已取得重要突破，该装置通过在隔震橡胶支座中植入芯片，实时监测隔震支座的状况，捕捉隔震支座的各项工作数据，并利用

信号传输技术，将监测数据反馈至业主或第三方，用以判断建筑结构的健康水平，并形成可提供给公共事业部门的技术数据。该产品系行业首创的隔震产品“智能化”，对于重要建筑、重大工程的震动风险防范具有显著作用。此外，公司积极推进功能性市场（能源、核电等领域）的产品研发和布局，匹配 LNG 储罐、核电工程建设等市场的需求；不断提升非标准化产品的研发能力和成本效益管理，在合理盈利水平上，满足客户的定制化需求。我们认为，公司依托自身技术优势，持续推进创新产品研发，完善多元化产品布局，不仅能有效化解产品单一化风险，还将有助于公司进一步提升市场份额，扩大市场影响力。

公司于 2022 年 9 月底发布 2022 年限制性股票激励计划，拟向激励对象授予限制性股票 168.4800 万股，约占公司股本总额的 0.68%，授予价格为 28.27 元/股，激励对象总人数为 101 人，包括公司董事、高级管理人员、核心骨干及董事会认为对公司有特殊贡献的其他人员。本计划分三期归属，归属比例分别为 30%/30%/40%，业绩考核目标分别为 2022/2023/2024 年年度净利润相对于 2021 年增长 24%/76%/154%。此外，公司个人绩效考核系统完善，将个人绩效评价结果划分为优秀、良好、合格和不合格四个档次，标准系数分别为 100%/80%/60%/0。合理的激励目标和有效的个人考核要求有助于公司未来持续发展与激发员工工作动力，同时也体现了公司对于未来发展的信心。

4、盈利预测评级

考虑今年疫情影响等偶然事件对公司业绩造成一定冲击，我们下调公司盈利预测，2022-2024 年归母净利润分别为 0.99、2.64、5.35 亿元，EPS 分别为 0.40、1.07、2.17 元，当前股价对应 PE 分别为 126.5、47.7、23.5 倍，我们仍旧看好公司在国内政策体系趋于完善，减隔震行业市场规模逐年增长背景下的成长潜力和空间，给予“买入”评级。

综合不同市场情况、公司扩产进度和发展规划，我们预测 2022-2024 年公司营业总收入分别为 10.53、17.10、25.19 亿元，毛利率分别为 39.92%、44.86%、49.83%。

隔振产品领域：公司隔振产品发展稳定，产能增长较快，预计 2022-2024 年收入分别为 5.71、8.33、10.52 亿元，毛利率分别为 40%/45%/50%。

减隔震体系领域：公司近年来减震产品产能增长迅速，收购常州格林助推公司该领域成长。预计 2022-2024 年公司该领域收入分别为 4.66、8.53、14.31 亿元，毛利率分别为 40%、45%、50%。

弹簧隔振器和钢弹簧：预计 2022-2024 年公司该类型产品的收入为 0.16、0.24、0.36 亿元，毛利率分别为 35%/35%/38%。

图表 36：2022-2024 年盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	670	1,053	1,710	2,519
增长率（%）	15.5%	57.0%	62.5%	47.3%
归母净利润（百万元）	87	99	264	535
增长率（%）	-45.6%	13.4%	165.9%	102.9%
EPS（元）	0.43	0.40	1.07	2.17
ROE	6.7%	6.1%	14.4%	23.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

5、风险提示

风险主要包括以下几点：

- 1) 减隔震市场规模低于预期。
- 2) 项目建设进展不及预期。
- 3) 主业毛利率下滑等。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:					营业收入	670	1,053	1,710	2,519
现金及现金等价物	402	475	614	1,090	营业成本	391	632	943	1,264
应收款	563	721	937	1,035	营业税金及附加	6	9	15	22
存货	341	439	525	528	销售费用	94	148	240	353
其他流动资产	120	188	305	450	管理费用	47	75	103	126
流动资产合计	1,425	1,823	2,381	3,104	财务费用	2	26	38	50
非流动资产:					研发费用	24	38	61	90
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	167	286	441	618
固定资产	285	391	578	627	资产减值损失	-22	-30	-30	-30
在建工程	251	301	87	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	51	68	86	102	投资收益	4	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	97	109	294	599
其他非流动资产	52	52	52	52	加:营业外收入	2	3	2	2
非流动资产合计	639	813	804	782	减:营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2,064	2,636	3,185	3,886	利润总额	98	112	296	600
流动负债:					所得税费用	13	15	39	79
短期借款	115	215	315	365	净利润	85	97	257	521
应付账款、票据	266	352	472	528	少数股东损益	-2	-3	-7	-14
其他流动负债	155	155	155	155	归母净利润	87	99	264	535
流动负债合计	562	761	1,007	1,144					
非流动负债:					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	175	225	325	475	成长性				
其他非流动负债	20	20	20	20	营业收入增长率	15.5%	57.0%	62.5%	47.3%
非流动负债合计	195	245	345	495	归母净利润增长率	-45.6%	13.7%	165.3%	102.8%
负债合计	757	1,006	1,352	1,639	盈利能力				
所有者权益					毛利率	41.7%	39.9%	44.9%	49.8%
股本	202	247	247	247	四项费用/营收	25.0%	27.1%	25.8%	24.5%
股东权益	1,308	1,629	1,833	2,247	净利率	12.7%	9.2%	15.0%	20.7%
负债和所有者权益	2,064	2,636	3,185	3,886	ROE	6.7%	6.1%	14.4%	23.8%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	36.7%	38.2%	42.4%	42.2%
净利润	85	97	257	521	营运能力				
少数股东权益	-2	-3	-7	-14	总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6
折旧摊销	18	22	30	43	应收账款周转率	1.2	1.5	1.8	2.4
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	1.1	1.5	1.8	2.4
营运资金变动	-284	-225	-273	-160	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	-183	-109	6	390	EPS	0.43	0.40	1.07	2.17
投资活动现金净流量	-205	-156	26	39	P/E	117.6	126.5	47.7	23.5
筹资活动现金净流量	460	375	147	93	P/S	15.3	12.0	7.4	5.0
现金流量净额	73	109	179	521	P/B	8.0	7.8	6.9	5.6

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。