

浙江力诺 (300838)

证券研究报告
2023年07月10日

控制阀龙头业绩稳定增长，加速向全场景应用服务商转型！

浙江力诺：控制阀龙头业绩持续增长，加速向全场景应用服务商转型

公司成立于2003年，是国内领先的控制阀系统解决方案提供商，正由控制阀大规模定制生产商向控制阀全场景应用服务商转型。公司深耕工业控制阀领域20年，为工业自动化控制领域提供各类气动式、电动式调节阀及开关阀产品，下游应用覆盖石油、化工、造纸、环保、能源、医药、冶金、食品等行业，已成为国内控制阀行业的主要供应商之一，位列国内行业第一梯队。公司坚持以中高端控制阀产品为依托，持续优化产品结构，拓宽高端智能控制阀产品链，致力于成为国际流体控制知名品牌，已于2022年获工信部认定为国家级专精特新“小巨人”企业。2023Q1，公司实现营业收入2.29亿元，同比+37.10%，实现归母净利润0.26亿元，同比+42.57%。

多下游行业共振上行，国产替代进程加速

控制阀作为智能制造的核心器件，是工业自动化仪器仪表行业中产品类别最多、使用频率最高、市场规模最大的细分产品，下游应用领域覆盖石油、石化、化工、造纸、环保、能源、冶金、医药、食品等。受益于下游行业共振上行，控制阀市场持续扩容；根据GIA数据，2020年全球阀门制造市场规模732亿美元，预计至2026年增至923亿美元，其中中国市场份额位居全球第二。而对标工业阀门整体约80%的国产化水平，国内控制阀细分市场尚存在较大的进口替代空间；近年来随着国家政策支持、以及疫情冲击下供应链安全诉求强化，国产替代成行业发展的主要逻辑之一。高端控制阀的国产自主化进程有望随行业集中化而加速落地，具备规模效益和定制化能力的优质生产商有望充分受益。

公司竞争优势：研发创新底蕴深厚，推进高端市场开发

1) **研发优势**：公司以省级企业研究院、省级工业设计中心为依托，推进自主研发与产学研结合，与科研院所、高等院校等在高端高温高压控制阀、远程数据处理等领域展开技术合作，助力实现产品升级和产品链拓宽，在高端控制阀领域高筑技术壁垒。2) **产品布局**：公司持续拓宽常规产品的应用赛道，并前瞻布局新能源板块，有望受益于下游高景气而进一步打开成长空间；同时公司积极开拓高端市场，加速国产替代，驱动控制阀产品量价齐升。3) **生产优势**：公司主动推进数字化工厂建设，“年产2.5万套高性能高端控制阀生产线建设项目”已达预定可使用状态，且新厂区产能规划尚余空间，有望加速公司业绩释放。

投资建议：预计公司2023-2025年的营业收入为11.74/14.24/17.76亿元，归母净利润1.33/1.79/2.39亿元，当前股价对应PE为18.4/13.7/10.2x。看好公司前瞻布局新兴应用赛道，推动产能扩张和产品高端化，给予2024年18倍PE，对应目标价24元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险，原材料价格波动风险，应收账款相关风险，规模扩张导致的后续管理风险，流通市值较小，测算存在一定主观性的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	688.36	1,012.83	1,173.72	1,424.14	1,776.11
增长率(%)	46.53	47.14	15.89	21.34	24.71
EBITDA(百万元)	143.21	190.67	187.76	244.64	314.88
归属母公司净利润(百万元)	85.27	106.81	132.98	178.72	239.37
增长率(%)	37.34	25.26	24.51	34.40	33.93
EPS(元/股)	0.63	0.78	0.98	1.31	1.76
市盈率(P/E)	28.73	22.94	18.42	13.71	10.24
市净率(P/B)	2.92	2.67	2.42	2.15	1.88
市销率(P/S)	3.56	2.42	2.09	1.72	1.38
EV/EBITDA	15.78	11.22	11.85	9.33	6.65

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用设备
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	17.97元
目标价格	24元

基本数据

A股总股本(百万股)	136.34
流通A股股本(百万股)	100.83
A股总市值(百万元)	2,450.03
流通A股市值(百万元)	1,811.98
每股净资产(元)	6.95
资产负债率(%)	31.57
一年内最高/最低(元)	19.88/12.95

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

朱晔 分析师
SAC执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

蒋梦晗 分析师
SAC执业证书编号：S1110519110001
jiangmenghan@tfzq.com

林毓鑫 联系人
linyuxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 浙江力诺：受益下游需求共振上行，控制阀龙头业绩高增	5
1.1. 制浆造纸控制阀第一品牌，向全场景应用服务商转型	5
1.2. 公司股权结构稳定，股权激励彰显信心	6
1.3. 整体业绩持续上行，新业务成增长主引擎	7
2. 多下游行业共振上行，国产替代进程加速	8
2.1. 控制阀：智能制造核心器件，工业自动化不可或缺	8
2.2. 中国为第二大阀门制造市场，国产替代空间可观	10
2.2.1. 全球市场规模有望达千亿美元，中国为第二大阀门制造市场	10
2.2.2. 控制阀市场竞争分散，国产替代空间可观	11
2.3. 下游需求同频共振，驱动控制阀市场扩容	13
2.3.1. 石油&天然气	14
2.3.2. 石化化工	15
2.3.3. 造纸轻工	17
2.3.4. 新能源材料（锂、多晶硅）	18
3. 公司竞争优势：研发创新底蕴深厚，推进高端市场开发	19
3.1. 自研+产学研融合，高筑技术性壁垒	19
3.2. 产品多元化布局，加速高端市场国产替代	21
3.3. 数字化转型降本增效，产能扩张加速业绩释放	22
4. 盈利预测&投资建议	23
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：浙江力诺的主要发展历程	5
图 2：浙江力诺的分产品收入结构（%）	6
图 3：浙江力诺的股权结构（截至 2023.03.31）	6
图 4：浙江力诺的营业收入&同比增速（亿元，%）	7
图 5：浙江力诺的归母净利润&同比增速（亿元，%）	7
图 6：浙江力诺的毛利率&净利率（%）	8
图 7：中国的钢材价格综合指数	8
图 8：浙江力诺的三项费用率（%）	8
图 9：控制阀的主要结构	9
图 10：控制阀及流体控制系统的工作原理	9
图 11：控制阀与检测仪表、调节器等共同构成流体调节系统	9
图 12：控制阀的主要类别	10
图 13：控制阀的产业链示意图	10
图 14：控制阀行业的发展历程	10

图 15: 全球的阀门制造市场规模 (亿美元)	11
图 16: 2020 年全球阀门制造市场的分地区份额 (%)	11
图 17: 中国的阀门制造市场规模 (亿美元)	11
图 18: 中国的控制阀市场规模 (亿元)	12
图 19: 中国的控制阀产量 (万套)	12
图 20: 中国的阀门进出口数量 (亿套)	12
图 21: 中国的阀门进出口单价 (元/套)	12
图 22: 中国工业阀门市场的国产&进口比例 (%)	13
图 23: 中国控制阀市场 TOP50 销售额的国产&进口占比 (%)	13
图 24: 2021 年中国控制阀市场的下游应用分布 (%)	14
图 25: 全球一次能源的需求结构 (%)	14
图 26: 中国的原油产量 (亿吨)	15
图 27: 中国的天然气产量 (亿立方米)	15
图 28: 石化生产装置的阀门应用情况	16
图 29: 380 万 t/a 连续重整装置的工艺阀门应用数量统计	16
图 30: 2021 年全球化学工业品的销售额&地区分布 (十亿欧元)	16
图 31: 2021&2030 年全球化学工业品的分地区市场份额 (%)	16
图 32: 2021 年轻工行业营业收入的细分构成 (%)	17
图 33: 浆料制备环节的阀门应用示意图	17
图 34: 中国纸浆、纸及纸板、纸制品的生产量&消费量 (亿吨)	18
图 35: 中国造纸及纸制品行业收入规模&同比增速 (万亿元, %)	18
图 36: 中国的造纸和纸制品企业单位数量 (家)	18
图 37: 中国制浆造纸行业的固定资产投资完成额 (亿元)	18
图 38: 全球及中国的光伏累计装机量 (GW)	19
图 39: 全球及中国的光伏新增装机量 (GW)	19
图 40: 多晶硅生产系统的阀门应用情况	19
图 41: 中国的多晶硅产量&同比增速 (万吨, %)	19
图 42: 浙江力诺的研发投入&研发费用率 (亿元, %)	20
图 43: 浙江力诺的研发人员数量&占比 (人, %)	20
图 44: 浙江力诺的分行业收入结构 (%)	21
图 45: 浙江力诺的化工&新能源板块收入 (亿元, %)	21
图 46: 浙江力诺的控制阀销量&同比增速 (万台, %)	22
图 47: 浙江力诺的控制阀销售均价 (元/台)	22
图 48: 浙江力诺的数字化平台界面	22
图 49: 浙江力诺的存货周转周期 (天)	23
图 50: 浙江力诺的人均创收&人均创利 (万元/人)	23
图 51: 浙江力诺的控制阀产量&同比增速 (万套, %)	23
图 52: 浙江力诺的新建厂区	23

表 1: 浙江力诺限制性股票激励计划的主要内容	7
表 2: 浙江力诺限制性股票激励计划的考核目标	7
表 3: 中国控制阀市场 TOP50 销售额情况.....	12
表 4: 中国的油气管道发展预期目标.....	15
表 5: 国内规划中的 2025 年后新增炼化项目（截至 2023.05.31）	17
表 6: 浙江力诺的研发中心部门和研发方向.....	20
表 7: 公司分业务盈利预测（亿元）	24
表 8: 可比上市公司的 PE 估值（截至 2023 年 7 月 10 日）	25

1. 浙江力诺：受益下游需求共振上行，控制阀龙头业绩高增

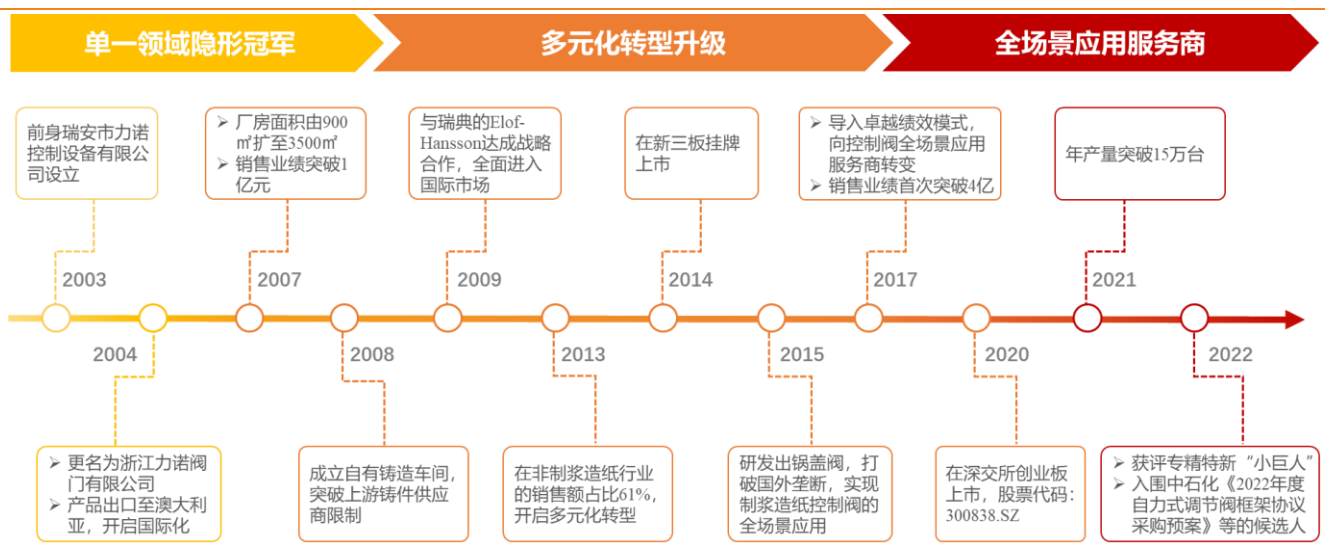
浙江力诺流体控制科技股份有限公司（300838.SZ）成立于2003年，于2020年6月在深交所创业板上市，是国内领先的控制阀系统解决方案提供商。公司深耕工业控制阀领域20年，为工业自动化控制领域提供各类气动式、电动式调节阀及开关阀产品，下游应用覆盖石油、化工、造纸、环保、能源、医药、冶金、食品等行业，已成为国内控制阀行业的主要供应商之一，位列国内行业第一梯队。公司坚持以中高端控制阀产品为依托，持续优化产品结构，拓宽高端智能控制阀产品链，致力于成为国际流体控制知名品牌，已于2022年获工信部认定为国家级专精特新“小巨人”企业。

1.1. 制浆造纸控制阀第一品牌，向全场景应用服务商转型

公司前身为2003年创立的瑞安市力诺控制设备有限公司，创立初期主要专注于制浆造纸领域，并逐渐成长为制浆造纸领域的控制阀第一品牌。在此基础上，公司于2013年开启多元化转型，正由控制阀大规模定制生产商向控制阀全场景应用服务商转变：

- 2004年：更名为浙江力诺阀门有限公司，产品出口至澳大利亚，开启国际化进程；
- 2009年：与瑞典百年跨国公司Elof-Hansson达成战略合作，全面进入国际市场；
- 2013年：非制浆造纸行业的销售收入占比达61%，实现市场转型，向多元化发展；
- 2022年：入围中石化《2022年度自力式调节阀框架协议采购预案》等的候选人。

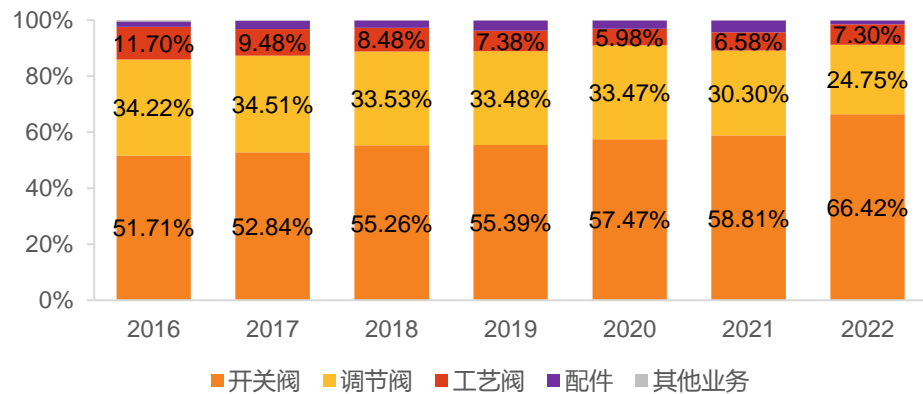
图1：浙江力诺的主要发展历程



资料来源：浙江力诺官网，浙江力诺公众号，浙江力诺公告，天风证券研究所

公司产品矩阵丰富，控制阀为第一大收入来源。公司的控制阀产品系列包括球阀、调节阀、蝶阀、闸阀、特种专用阀、衬氟衬胶阀等。从收入结构看，控制阀产品始终为公司第一大收入来源，2022年营业收入贡献超90%；其中开关阀收入占比66.42%，同比+7.61 pct，调节阀收入占比24.75%，同比-5.55 pct。

图 2：浙江力诺的分产品收入结构（%）

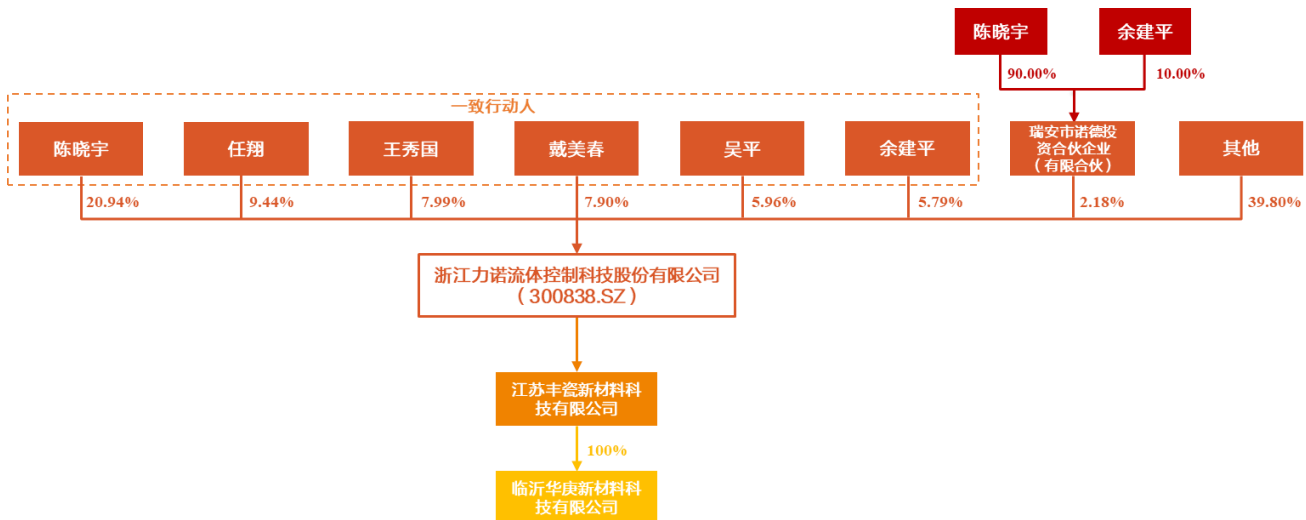


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，股权激励彰显信心

公司股权结构稳定，创始人陈晓宇、任翔等为共同控制人。截至 2023 年 3 月 31 日，陈晓宇为公司第一大股东，直接持有公司股份 20.94%；陈晓宇、任翔、王秀国、戴美春、吴平、余建平 6 人签订了一致行动协议，为公司的共同实际控制人。其中，陈晓宇现任公司董事长、总经理，曾任瑞安调节阀厂厂长助理、力诺有限执行董事；余建平现任公司董事、副总经理，王秀国现任公司采购部经理。

图 3：浙江力诺的股权结构（截至 2023.03.31）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

股权激励调动核心员工积极性，业绩考核目标彰显发展信心。根据公司于 2022 年 9 月发布的相关公告，拟向董事、高级管理人员、技术（业务）骨干共 21 名激励对象授予 274 万股限制性股票，并对首次授予的限制性股票设置业绩考核目标，要求在 2022-2024 年营业收入较 2021 年增长不低于 10%/ 20%/ 40%，或净利润增长不低于 10%/ 20%/ 40%。我们认为，股权激励计划有利于公司建立健全激励约束机制，形成良好均衡的长效价值分配体系，同时亦彰显出公司对于未来业绩增长的信心。

表 1: 浙江力诺限制性股票激励计划的主要内容

激励内容	拟授予股票数量 (万股)	占总股本比例 (%)
首次授予	237.00	1.74%
预留授予	37.00	0.27%
合计授予	274.00	2.01%
授予价格	8.20 元/股	
归属安排	对首次及预留授予部分设置 3 个归属期, 归属比例分别为 35%/ 35%/ 30%	

资料来源: 浙江力诺公告, 天风证券研究所

表 2: 浙江力诺限制性股票激励计划的考核目标

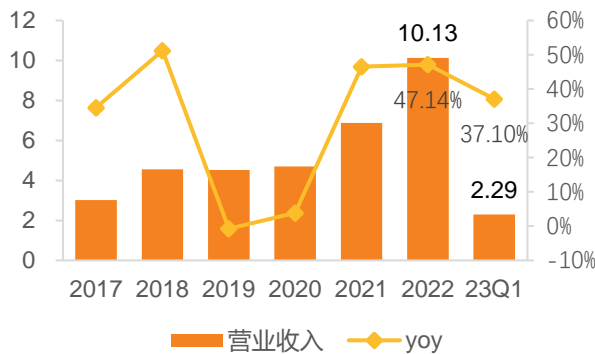
考核期	业绩考核目标
2022 年	营业收入较 2021 年至少增长 10%, 或净利润较 2021 年至少增长 10%
2023 年	营业收入较 2021 年至少增长 20%, 或净利润较 2021 年至少增长 20%
2024 年	营业收入较 2021 年至少增长 40%, 或净利润较 2021 年至少增长 40%

资料来源: 浙江力诺公告, 天风证券研究所

1.3. 整体业绩持续上行, 新业务成增长主引擎

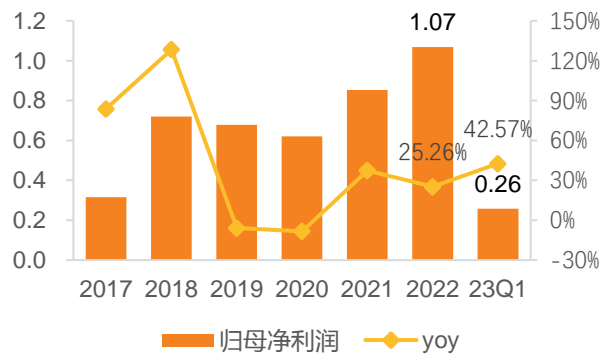
疫情期间业绩保持正增长, 新能源板块加速放量。2022 年, 公司实现营业收入 10.13 亿元, 同比增长 47.14%, 主要由于新能源原材料等下游行业对阀门的需求上涨, 以及公司积极开拓市场、加大对大客户的开发力度等, 销售订单有所增加; 2020-2022 年营收 CAGR 为 46.83%。2022 年实现归母净利润 1.07 亿元, 同比增长 25.26%, 主要系销售规模扩大, 以及在原材料价格上涨背景下, 公司主动优化生产流程、提高生产效率。2023Q1, 公司实现营业收入 2.29 亿元, 同比增长 37.10%; 实现归母净利润 0.26 亿元, 同比增长 42.57%。

图 4: 浙江力诺的营业收入&同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

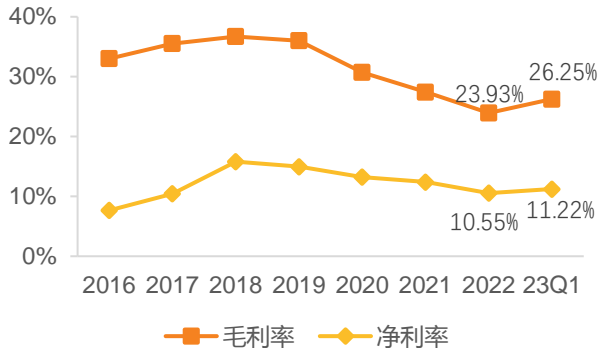
图 5: 浙江力诺的归母净利润&同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

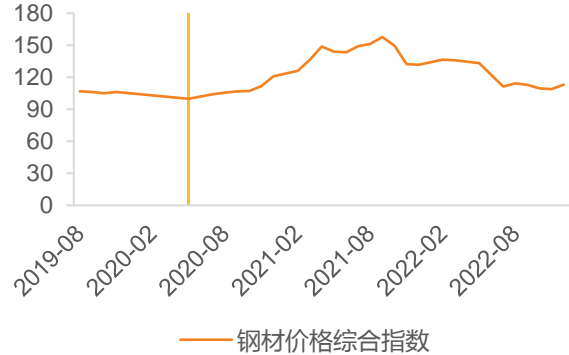
疫情扰动渐次消退, 盈利能力开启修复。2016-2019 年, 公司毛利率水平由 33.01%增至 36.02%, 净利率水平由 7.66%增至 14.98%, 保持稳中有增。2020-2022 年公司毛利率、净利率有所下滑, 主要受新冠疫情等影响, 钢材等原材料价格上涨。公司通过优化生产流程、加速物联网建设等方式提升生产经营效率, 促使净利率水平保持相对稳定, 毛利率与净利率的差距有所收窄。2023Q1, 公司毛利率、净利率分别为 26.25%/ 11.22%, 同比增 2.18/ 0.43 pct, 盈利水平出现修复。我们认为, 随着疫情扰动趋缓和钢铁等上游材料价格回落, 公司积极开拓多晶硅、锂电池等新领域业务, 有望通过产品布局优化推动盈利能力修复提升。

图 6：浙江力诺的毛利率&净利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

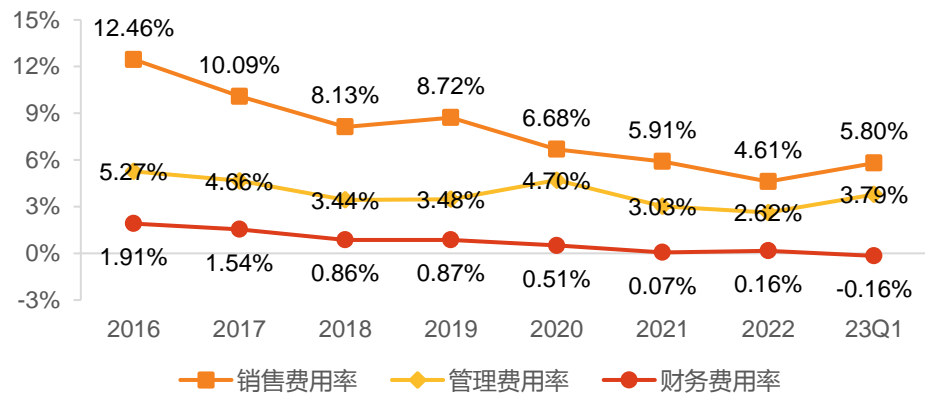
图 7：中国的钢材价格综合指数



资料来源：Wind，国家发改委，天风证券研究所

卓越绩效模式成效显著，各项费用率显著降低。2016-2022 年，公司管理费用率由 5.27% 下降至 2.62%，销售费用率由 12.46% 下降至 4.61%，财务费用率由 1.91% 降低至 0.16%。2023 年第一季度，公司管理/ 销售/ 财务费用率分别为 3.79%/ 5.80%/ -0.16%；其中管理费用率变动主要系股份支付、新厂房折旧所致。

图 8：浙江力诺的三项费用率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 多下游行业共振上行，国产替代进程加速

2.1. 控制阀：智能制造核心器件，工业自动化不可或缺

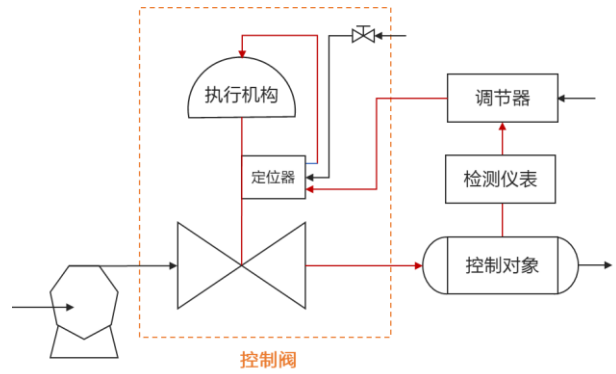
控制阀是流体输送系统（工艺管道）中的控制部件，指控制介质流动方向、压力或流量的阀的总称；在工业自动化过程中通过接受调节控制单元输出的控制信号，借助动力操作改变介质流量、压力、温度、液体等工艺参数，是智能制造的核心器件之一。控制阀主要由阀体、阀内件、执行机构、阀门附件等组件组成，具有截止、调节、倒流、防止逆转、稳压、分流或溢流泄压等功能。

图 9：控制阀的主要结构



资料来源：浙江力诺招股说明书，浙江力诺官网，天风证券研究所

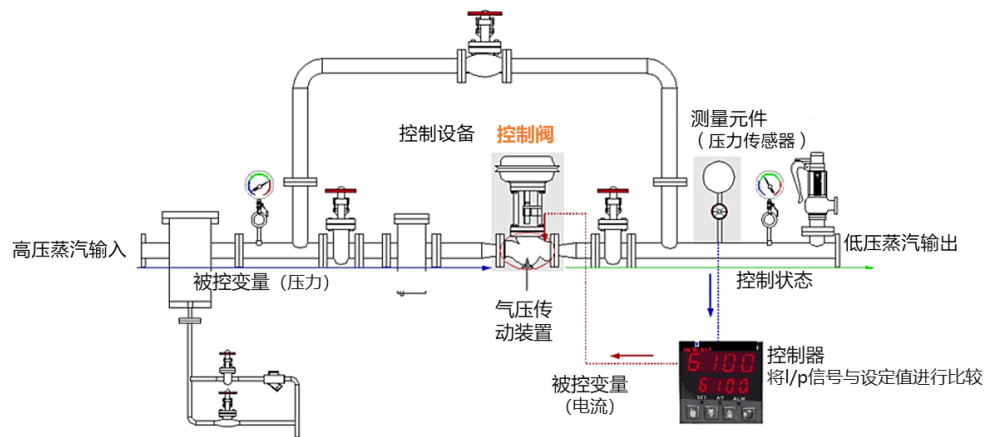
图 10：控制阀及流体控制系统的工作原理



资料来源：中自联 CAIC 公众号，天风证券研究所

控制阀属执行器类部件，与检测仪表、调节器等共同构成调节系统。具体工作原理如下：检测仪表取得实测值，在调节器中与给定值作比，二者差距达一定程度时由调节器向控制阀发出调节信号；控制阀的执行机构根据信号产生响应操作力（矩），使阀杆产生位移，改变阀门开合幅度。

图 11：控制阀与检测仪表、调节器等共同构成流体调节系统



资料来源：wermac，天风证券研究所

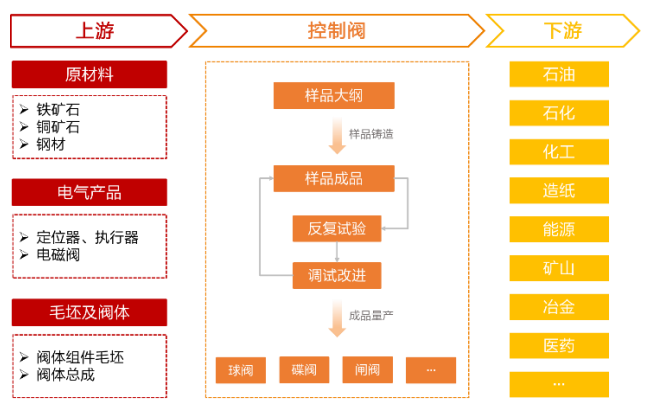
控制阀是工业自动化仪器仪表行业中产品类别最多、使用频率最高、市场规模最大的细分产品。根据对介质的干预方式不同，控制阀可分为调节阀、开关阀；根据执行机构的动力不同，控制阀可分为气动、电动、液动、电液联动、气液联动等。控制阀作为工业自动化的关键基础部件，下游应用对象多为大型工业企业，应用领域覆盖石油、石化、化工、造纸、环保、能源、冶金、医药、食品等，是基础工业及其下游应用产业实现智能化、网络化、自动化的必备元件。

图 12：控制阀的主要类别

温度范围	压力范围	驱动方式	调节形式	阀体材料
超低温阀	真空阀	电动	调节型	金属
低温阀	低压阀	气动	切断型	非金属
常温阀	中压阀	液动	调节切断型	金属阀体衬里
中温阀	高压阀	手动		
高温阀	超高压阀			

资料来源：浙江力诺招股说明书，天风证券研究所

图 13：控制阀的产业链示意图



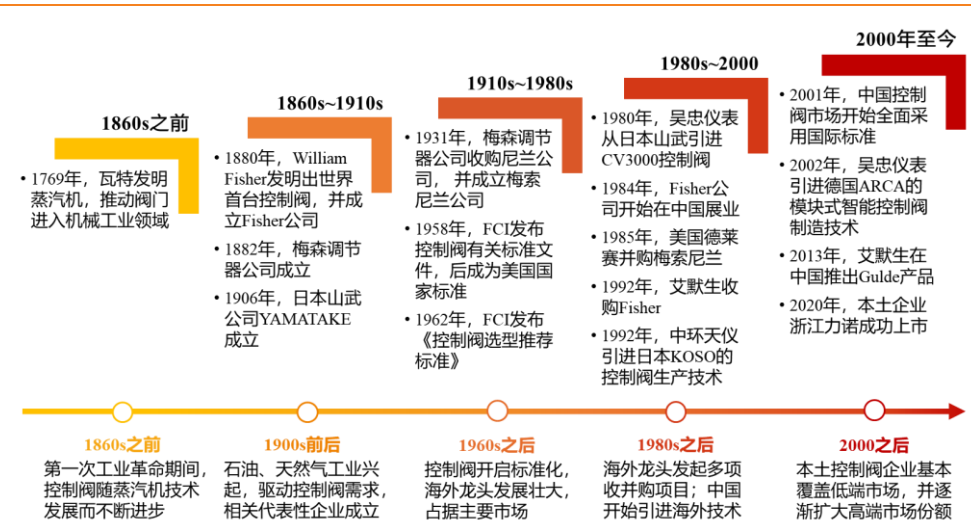
资料来源：前瞻产业研究院，浙江力诺招股说明书，天风证券研究所

2.2. 中国为第二大阀门制造市场，国产替代空间可观

2.2.1. 全球市场规模有望达千亿美元，中国为第二大阀门制造市场

控制阀发展历史悠久，中国市场起步较晚。控制阀发展与工业生产密切相关，自瓦特发明蒸汽机后，推动阀门正式进入机械工业领域；1880 年，William Fisher 制造出首台现代控制阀，并成立全球最大控制阀品牌 Fisher；1882 年，梅森调节器公司成立，后于 1931 年并购尼兰公司后成立梅索尼兰公司 MASONILAN；1906 年，日本山武公司 YAMATAKE 成立。20 世纪 80 年代以来，中国控制阀制造商开始引进国外产品和技术，已基本实现对中低端市场的全覆盖，并逐渐拓展至高端市场。

图 14：控制阀行业的发展历程

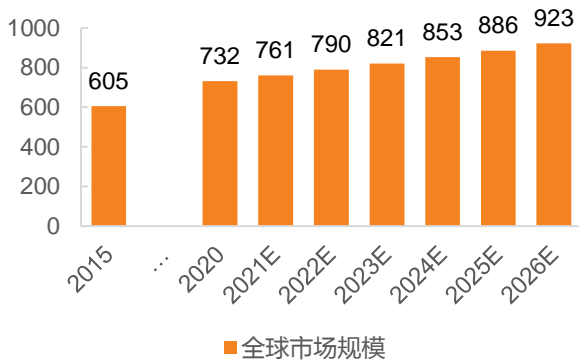


资料来源：浙江力诺招股说明书，中自联 CAIC 公众号，集讯传媒公众号，川钢汇公众号，阀门公众号，流程工业公众号，天风证券研究所

全球阀门制造规模有望达千亿美元，美国、中国占据主要市场份额。全球阀门制造行业已趋于成熟完备，近年整体市场保持平稳增长；根据 GIA 数据，2020 年全球阀门制造市场规模为 732 亿美元，2015-2020 年 CAGR 3.88%。而随着节能减排、绿色环保、人工智能等发展，驱动阀门行业转型升级和市场扩容，GIA 预计至 2026 年全球阀门制造市场规模达 923 亿美元，2021-2026 年 CAGR 为 3.94%。分地区市场看，2020 年美国/ 中国/ 日本/ 德国/ 欧洲其他国家的阀门制造市场份额占比分别为 27%/ 17%/ 5%/ 3%/ 21%，中国市场份额位居全

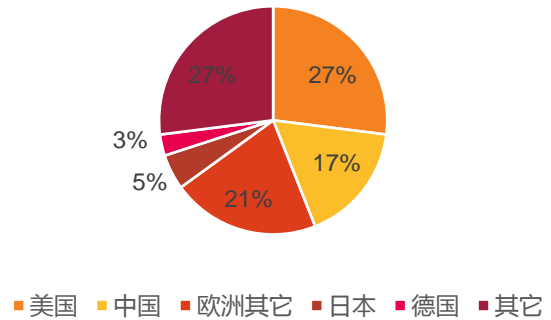
球第二，仅次于美国。

图 15: 全球的阀门制造市场规模 (亿美元)



资料来源: GIA, 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

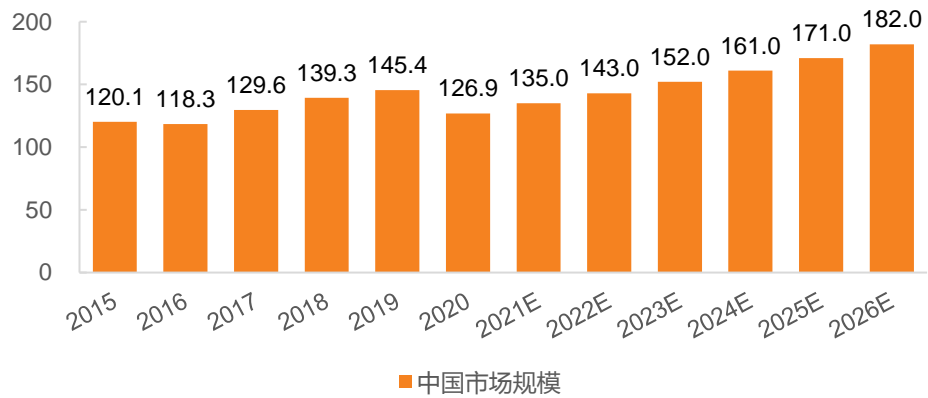
图 16: 2020 年全球阀门制造市场的分地区份额 (%)



资料来源: GIA, 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

中国为全球第二大阀门制造国，2026 年制造规模有望达 182 亿美元。根据 GIA 数据，受新冠疫情影响，中国阀门制造企业营收有所下滑，2020 年阀门制造市场规模 126.9 亿美元（折合人民币约 875.3 亿元），同比减少 12.73%。GIA 预计 2026 年中国阀门制造市场规模达 182 亿美元（折合人民币约 1255.3 亿元），2021-2026 年 CAGR 为 6.16%。

图 17: 中国的阀门制造市场规模 (亿美元)

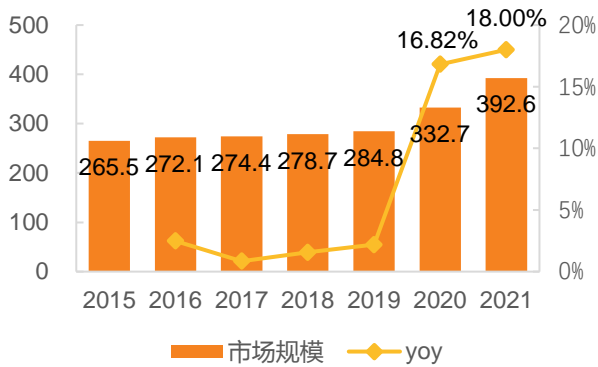


资料来源: GIA, 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

2.2.2. 控制阀市场竞争分散，国产替代空间可观

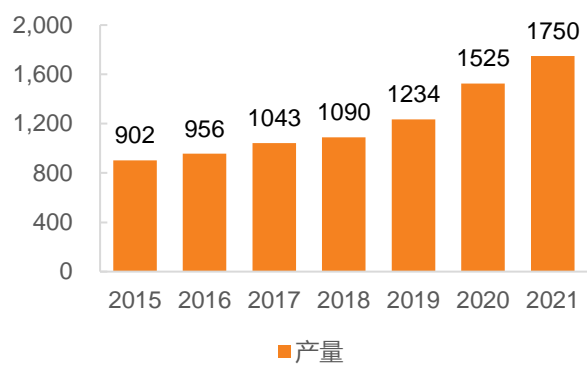
受益于宏观经济等因素，中国控制阀市场加速扩容。受益于国家产业结构调整、经济增长方式转变、节能减排措施推广等，下游行业的项目投资、技术改造需求受正向刺激催化，推动控制阀市场快速增长。根据华经产业研究院数据，2020、2021 年中国控制阀市场规模分别为 332.7、392.6 亿元，同比增长 16.82%、18.00%，在疫情期间保持正增长，且增速超前期水平；2021 年实现控制阀产量 1750 万套，同比增长 14.75%。

图 18：中国的控制阀市场规模（亿元）



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

图 19：中国的控制阀产量（万套）



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

市场格局趋于集中化，竞争分层特征明显。2021 年，中国控制阀市场 TOP 50 企业销售额合计 333.5 亿元，同比增长 19.64%，市场份额合计 84.95%，行业内头部企业的市占率相对不高，但较 2016 年的 65.49% 水平已有较大提升，行业集中化趋势显现。

现阶段，国内控制阀市场的竞争格局主要分为三个层次：

- **中低端和民用阀门：**国内控制阀厂商产品技术已趋于成熟完备，但工艺相对简单、产品同质化，价格竞争激烈；
- **中端工业自控阀门：**技术水平较高的本土品牌如吴忠仪表、浙江力诺等，其产品为外资、合资及大中型企业所接受，且具备性价比优势；
- **高端工业自控阀门：**国外一线品牌如美国费希尔、德国萨姆森等占据主导地位，本土品牌主要以部分或维修备品形式替代国外产品的某些关键部位应用。

表 3：中国控制阀市场 TOP50 销售额情况

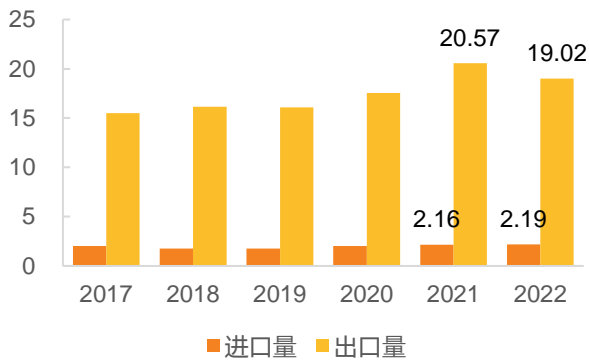
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
TOP 50 销售额 (亿元)	185.46	178.19	201.37	244.36	266.93	278.77	333.53	374.84
TOP 50 销售额占比 (%)	69.85%	65.49%	73.39%	87.68%	93.73%	83.79%	84.95%	-
销售额同比增幅 (%)	-13.91%	-3.92%	13.01%	21.35%	9.22%	4.44%	19.64%	12.39%
其中：国产品牌销售总额 (亿元)	60.75	67.07	75.74	87.05	93.98	107.33	134.60	166.37
进口品牌销售总额 (亿元)	124.71	111.12	125.63	157.31	172.95	171.44	198.93	208.47

资料来源：《控制阀信息》，浙江力诺招股说明书，浙江力诺 2021 年财报，天风证券研究所

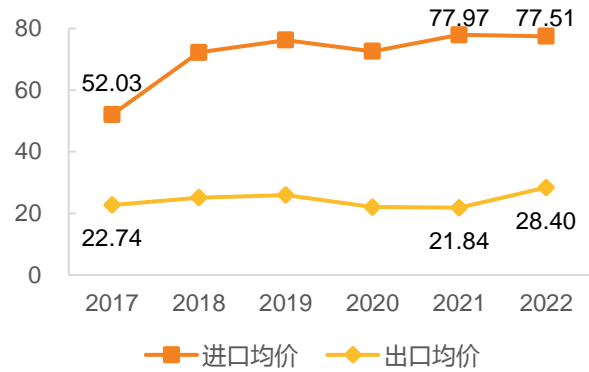
国产高端产品产能不足，存在结构性进口依赖。2021 年，中国包含控制阀在内的阀门进口 2.19 亿套，进口用汇 169.77 亿元，进口均价 77.51 元/套；阀门出口 19.02 亿套，出口创汇 540.13 亿元，出口单价 28.40 元/套。出口单价显著低于进口单价，表明我国中低端阀门产能相对充足，但高端阀门需求对进口依赖程度较高，国产控制阀存在结构性供给缺口。我们认为，上述情况主要由于前期国内控制阀行业集中度较低，难以在国际市场产生影响力，一定程度制约国产控制阀向高端和海外市场发展；高端控制阀的国产自主化进程有望随行业集中度提升而持续落地，具备规模效益和定制化能力的优质生产商有望充分受益。

图 20：中国的阀门进出口数量（亿套）

图 21：中国的阀门进出口单价（元/套）



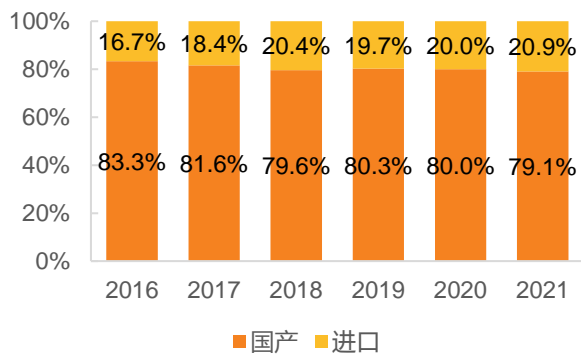
资料来源: 中国海关总署, 天风证券研究所



资料来源: 中国海关总署, 天风证券研究所

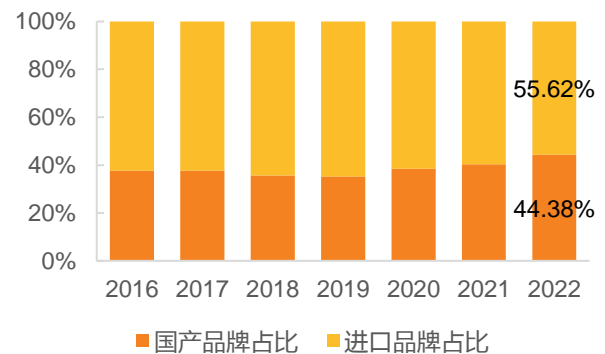
后疫情时代国产化加速, 进口替代空间可观。根据赛迪顾问数据, 2016-2021 年中国工业阀门市场的国产化率维持在 80%左右, 2021 年工业阀门市场的国产品牌占比为 79.1%。基于中国控制阀市场 TOP50 销售额数据, 2016-2022 年国产品牌控制阀占比已由 37.64%增至 44.38%, 特别是 2020-2022 年新冠疫情期间国产品牌的销售占比提升明显; **但对标工业阀门整体约 80%的国产化水平, 控制阀市场仍存在较大的进口替代空间。**我们认为, 前期疫情冲击或强化下游的供应链安全诉求, 有望加速控制阀的国产替代进程, 从而为本土优势生产商打开高端市场增量空间。

图 22: 中国工业阀门市场的国产&进口比例 (%)



资料来源: 海关总署, 赛迪顾问, 天风证券研究所

图 23: 中国控制阀市场 TOP50 销售额的国产&进口占比 (%)

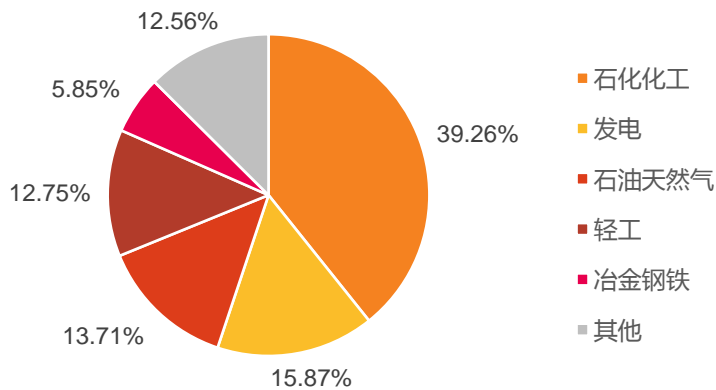


资料来源: 《控制阀信息》, 浙江力诺招股说明书, 浙江力诺 2021 年财报, 集讯传媒公众号, 天风证券研究所

2.3. 下游需求同频共振, 驱动控制阀市场扩容

工业控制阀作为装备制造业的重要组成, 广泛应用于石油天然气、石化化工、冶金钢铁、电力、轻工等众多基础工业。根据中商产业研究院数据, 2021 年国内控制阀的下游应用中, **石化化工占比为 39.26%, 为最大应用领域**; 发电/ 石油天然气/ 轻工/ 冶金领域占比分别为 15.87%/ 13.71%/ 12.75%/ 5.85%。此外, 随着近年来工业控制技术升级, 控制阀在造纸、环保、食品、制药等领域的应用亦在加速发展。

图 24：2021 年中国控制阀市场的下游应用分布（%）

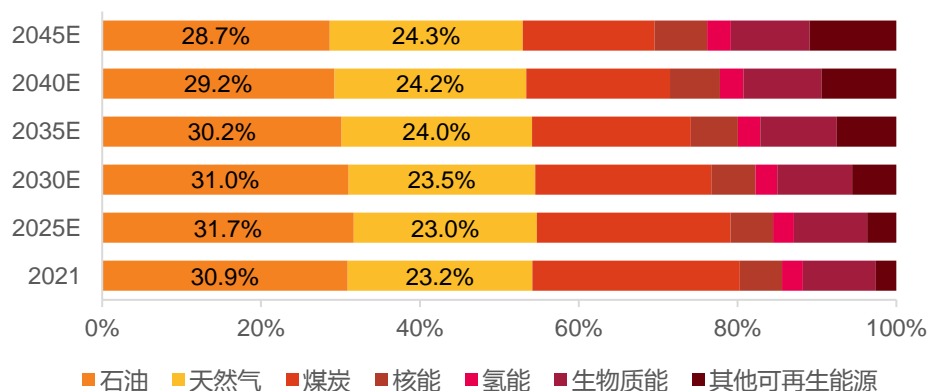


资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

2.3.1. 石油&天然气

全球一次能源需求总量增长，石油、天然气仍为主体构成，油气领域的控制阀需求具备长期支撑。根据 OPEC 于 2022 年发布的《全球石油展望 2045》，预计至 2045 年全球一次能源需求继续增至 351 mboe/d（百万桶油当量/天），较 2021 年的 286 mboe/d 增长 23%；其中，石油、天然气仍是全球占比最大的一次能源，预计至 2045 年需求占比分别为 28.7%、24.3%，合计占比 53.0%。

图 25：全球一次能源的需求结构（%）

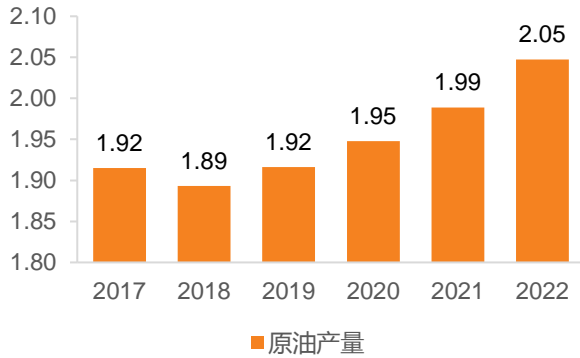


资料来源：OPEC，天风证券研究所

国内油气产量规模扩张、投资建设活跃，扩大工业控制阀的存量和增量需求空间：

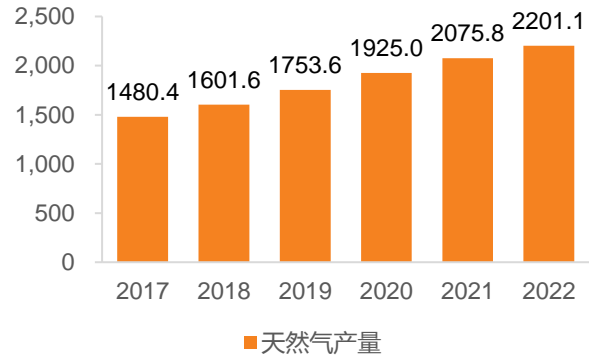
- **油、气产量持续增长，扩大控制阀应用空间。** 1) 石油：根据国家统计局、国家能源局，2022 年中国原油产量 2.05 亿吨，同比增长 2.94%，2018-2022 年产量 CAGR 为 1.97%，主要得益于老油田硬稳产、新油田快突破、海域加速上产等；2) 天然气：2022 年国内天然气产量 2201.1 亿立方米，同比增长 6.03%，2018-2022 年 CAGR 为 8.27%，主要系新气田勘探开发力度加大、非常规气快速上产。

图 26: 中国的原油产量 (亿吨)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 27: 中国的天然气产量 (亿立方米)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

- **油气管道规模加速扩张, 抬升控制阀需求中枢。**2021 年, 中国的管道输油 (气) 里程增至 13.12 万公里, 同比增长 1.94%; 2018-2021 年 CAGR 为 2.37%, 管道里程累计净增加 0.89 万公里。国家发改委、国家能源局联合发布的《中长期油气管网规划》提出, 建设广覆盖多层次的油气管网, **目标至 2025 年全国油气管网规模达 24 万公里**, 其中原油/ 成品油/ 天然气管网里程分别达 3.7/ 4.0/ 16.3 万公里。

我们认为, 随着国内油气产量规模扩大, 以及油气管网规模相较于政策规划目标仍具较大增长空间, 未来投资建设有望进一步加速; 控制阀作为油气管道关键设备国产化的重要组成部分, 其应用需求有望显著受益抬升。

表 4: 中国的油气管道发展预期目标

指标	2015 年	2025 年	年均增速
总里程			
原油管道 (万公里)	2.7	3.7	3.2%
成品油管道 (万公里)	2.1	4.0	6.7%
天然气管网 (万公里)	6.4	16.3	9.8%
原油管道进口能力 (亿吨)	0.72	1.07	4.0%
原油海运进口能力 (亿吨)	6.00	6.60	1.0%
天然气管道进口能力 (亿立方米)	720	1500	7.6%
LNG 接卸能力 (万吨)	4380	10000	8.6%
天然气 (含 LNG) 储存能力 (亿立方米)	83	400	17.0%
城镇天然气用气人口 (亿人)	2.9	5.5	6.6%

资料来源: 国家发改委, 国家能源局, 中国一带一路网, 天风证券研究所

2.3.2. 石化化工

石化化工指以石油、天然气、轻质油等为原料生产汽油、润滑油、合成树脂、合成纤维等化工品的加工行业。石化工业涉及乙烯装置、聚丙烯装置、化纤装置、合成氨装置、空分装置等; 作为石化生产装置中应用最多的设备元件, 石化生产中各类气体、液体介质均涉及阀门应用, 具体包括闸阀、调节阀、安全阀、截止阀、球阀、止回阀、蝶阀、减压阀等。**随着装置大型化和工艺管道规格提升, 石化领域对阀门的应用数量和规格均有提升;**例如, 单套 380 万 t/a 连续重整装置仅对工艺阀门的应用数量已超 6000 台。根据刘见华等的《多晶硅生产系统阀门选型分析》, **化工管路系统的阀门投资约占装置配管费用的 40%-50%;** 化工行业固定资产投资能够较大幅度带动控制阀需求增长。

图 28：石化生产装置的阀门应用情况



资料来源：远大阀门集团有限公司公众号，天风证券研究所

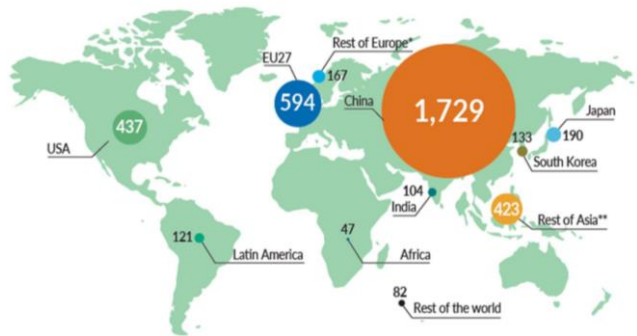
图 29：380 万 t/a 连续重整装置的工艺阀门应用数量统计

阀门类型	规格	应用数量 (台)
闸阀	DN 15~1400	5567
截止阀	DN 15~200	485
止回阀	DN 15~950	240
球阀	DN 20~200	91
蝶阀	DN 200~800	10

资料来源：《石油化工装置阀门应用现状与发展趋势研究》赵保兴等，天风证券研究所

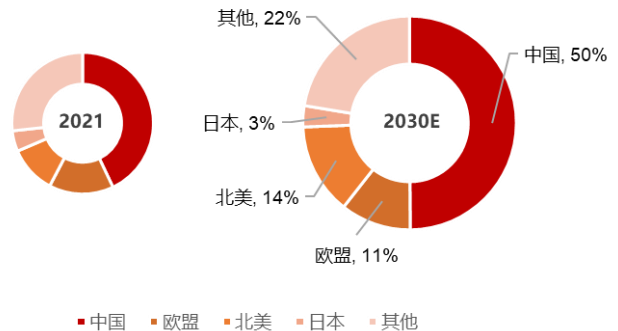
全球化工远期景气度向上，中国为化学品最大产销国。 Cefic 数据显示，2021 年全球化学工业品销售额为 4.0 万亿欧元，其中中国的销售额为 1.7 万亿欧元，占比 42.9%。根据联合国环境规划署发布的《全球化学品展望 II》，预计 2030 年全球化学工业品销售额达 6.6 万亿欧元，较 2021 年增长 63.9%；其中中国的销售额达 3.3 万亿欧元，较 2021 年增长 90.5%，占全球市场份额提升至 49.9%。我们认为，中国化工产业正处于规模化阶段，发展特征表现为重资产比重高、生产能力扩张，对控制阀等设备资产的购置需求有望进一步增加。

图 30：2021 年全球化学工业品的销售额&地区分布（十亿欧元）



资料来源：Cefic，天风证券研究所

图 31：2021&2030 年全球化学工业品的分地区市场份额（%）



资料来源：Cefic，联合国官网，天风证券研究所

炼化一体化驱动投资扩产，加速推动控制阀需求释放。 国家发改委于 2015 年发布《石化产业规划布局方案》，提出打造七大石化产业基地，推动我国石化产业的规模化、基地化布局；随着炼化一体化成为国内炼厂转型新趋势，以七大石化产业基地为主基调的一体化项目陆续投产。隆众资讯统计数据显示，2017-2022 年国内新增炼油产能 1.91 亿吨，预计至 2025 年七大石化基地的炼油产能占全国总产能 40%。根据卓创资讯、中石研讯数据，截至 2022 年末，国内规划中的 2025 年后新增原油炼化产能已超 1.5 亿吨。

此外，工信部等六部门亦于 2022 年发布《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》，提出目标至 2025 年石化、煤化工等重点领域企业主要生产装置自控率达 95% 以上，并建成 30 个左右智能制造示范工厂、50 家左右智慧化工示范园区等。我们认为，国内石化行业处于新一轮产能扩张期，叠加化工装备大型化、绿色化等因素，有望带

动高端控制阀等设备投资的快速增长；此外，鉴于七大石化产业基地等国家重点项目对于供应商要求更趋严格，具备产品竞争力的优质控制阀供应商有望充分受益。

表 5：国内规划中的 2025 年后新增炼化项目（截至 2023.05.31）

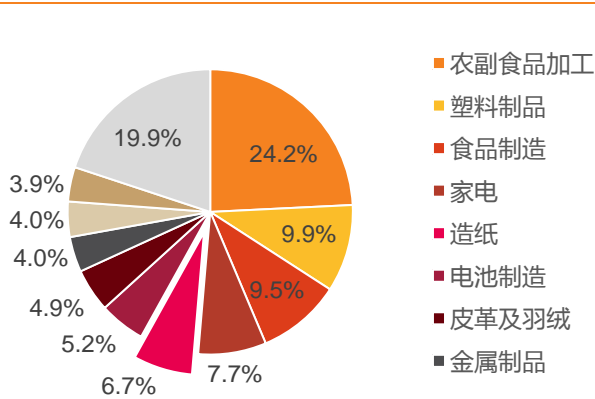
企业/项目名称	炼油产能（万吨）	乙烯产能（万吨）	项目进展
中科炼化二期	1500	120	规划或在建
中化泉州三期	2000	200	规划或在建
古雷炼化二期	1600	120	规划或在建
浙江石化三期	2000	140	规划或在建
裕龙岛炼化二期	2000	-	规划或在建
岳阳炼化一体化	1500	150	规划或在建
东营炼化一体化	1200	230	规划或在建
延长石油延安项目	1000	-	规划或在建
辽宁盘锦炼化一体化	1500	163	规划或在建
广西石化炼化升级项目	1000	120	规划或在建
埃克森美孚（惠州）一期	-	160	规划或在建
巴斯夫湛江一体化	-	-	规划或在建
总计	> 15000	> 1400	-

资料来源：中石研讯、中国石油和化工、中国工业报、石油和化工园区、海川化工论坛、气部落、惠州发布等公众号，泉州市发改委，东营市政府网，天风证券研究所 *注：不完全统计

2.3.3. 造纸轻工

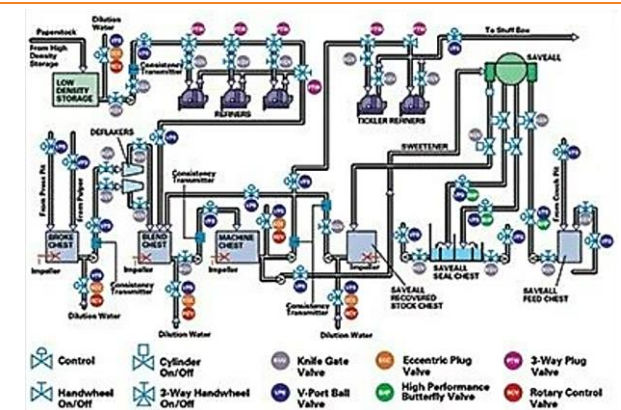
随着工业控制技术升级，控制阀在造纸、食品、制药等轻工领域的应用提速。2021 年全国规模以上轻工企业的营收规模合计 22.4 万亿元，同比增长 14.9%，其中造纸行业收入占比 6.7%。控制阀在制浆造纸领域的应用广泛，覆盖水净化、制浆、造纸、碱回收、化学设备、污水处理等流程环节。以浆料制备环节为例，其流程始于高浓度浆料、止于混合纸浆配料，该过程中浆料的浓度和游离度是阀门应用的关键标准。随着制浆造纸的现代化升级，阀门选型应用已成造纸企业降本增效的有效方案；在此背景下，浙江力诺已发展为国内制浆造纸工业装备领域的自动控制阀龙头品牌。

图 32：2021 年轻工行业营业收入的细分构成（%）



资料来源：中国轻工企业投资发展协会公众号，天风证券研究所

图 33：浆料制备环节的阀门应用示意图

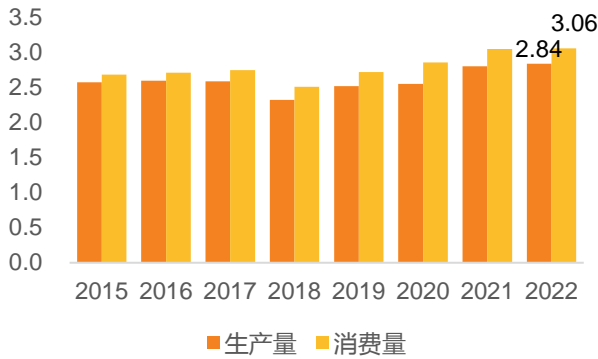


资料来源：VALVE Magazine，天风证券研究所

中国为全球最大造纸生产基地，行业产销规模回归正增长。自《产业结构调整指导目录

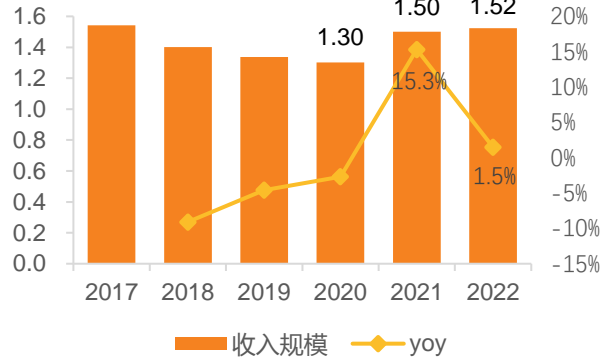
《2019 年本》》发布，将先进制浆、造纸设备开发与制造产业列为鼓励类，2019 年至今国内制浆造纸行业规模持续向上。中国造纸协会数据显示，国内纸浆、纸及纸板、纸制品的生产量和消费量自 2019 年开始恢复正增长趋势，2019-2022 年生产量/消费量分别由 2.52/2.72 亿吨持续增至 2.84/3.06 亿吨，CAGR 分别为 4.07%/4.00%。根据国家统计局数据，2020-2022 年造纸及纸制品行业收入由 1.30 万亿元持续增至 1.52 万亿元，CAGR 8.18%。

图 34：中国纸浆、纸及纸板、纸制品的生产量&消费量（亿吨）



资料来源：中国造纸协会，天风证券研究所

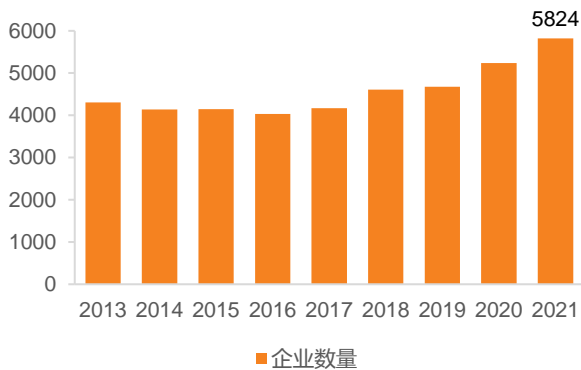
图 35：中国造纸及纸制品行业收入规模&同比增速（万亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

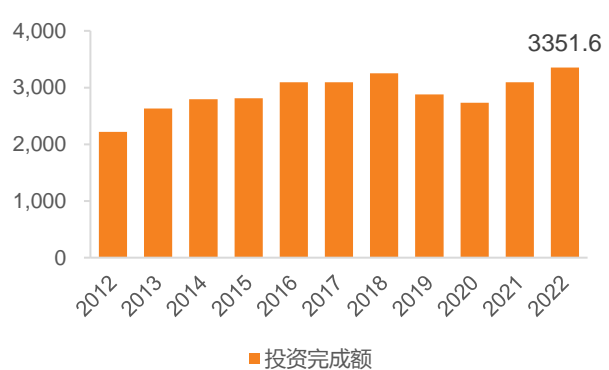
企业数量增加及投资规模扩张，控制阀需求有望受益增长。根据国家统计局数据，2022 年中国的制造和纸制品企业数量 5824 家，同比增加 11.2%，净增加 587 家。同时，2022 年中国制浆造纸行业的固定资产投资完成额 3351.6 亿元，同比增加 8.3%。我们认为，制浆造纸行业新增投资、技改投资、环保投资均保持较高水平，且 2020 年至今固定资产投资完成额呈现持续增长趋势，有望对自动控制阀形成大规模应用需求。

图 36：中国的造纸和纸制品企业单位数量（家）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 37：中国制浆造纸行业的固定资产投资完成额（亿元）



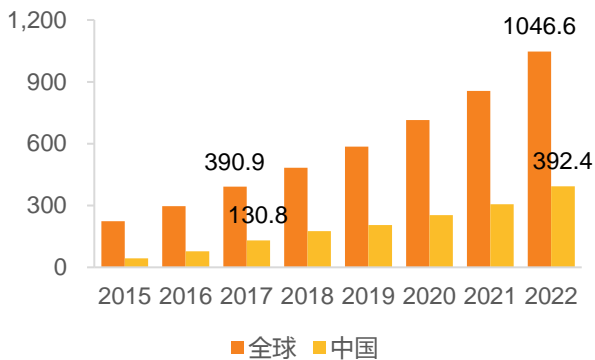
资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

2.3.4. 新能源材料（锂、多晶硅）

中国为最大光伏市场，装机容量持续增长。根据 IRENA 数据，2017-2022 年，全球光伏累计装机量由 390.9 GW 持续增至 1046.6 GW，CAGR 21.8%；其中，中国的光伏累计装机量由 130.8 GW 持续增至 392.4 GW，CAGR 24.6%，**占全球比重 37.5%，是全球最大光伏市场。**2022 年，全球光伏新增装机量 191.5 GW，同比增 35.5%；中国光伏新增装机量 86.0 GW，同比增 62.4%。**根据 Solar Power Europe 测算，在其中性假设下预计至 2026 年全球光伏累计装机量达 2.3 TW，对应 2023-2026 年新增装机量超 1.2 TW；根据 CPIA，预计**

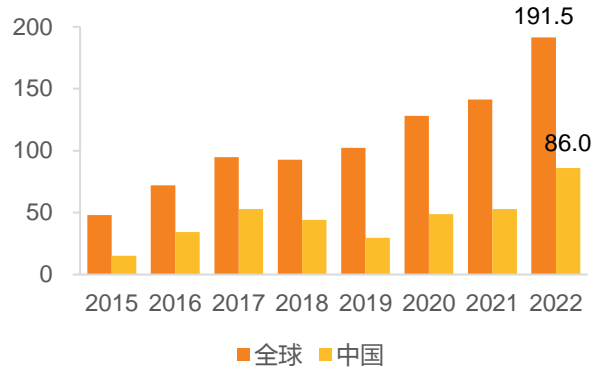
2023-2025 年中国的光伏新增装机量在 290GW 至 365GW 区间。

图 38：全球及中国的光伏累计装机量（GW）



资料来源：IRENA，天风证券研究所

图 39：全球及中国的光伏新增装机量（GW）



资料来源：IRENA，天风证券研究所

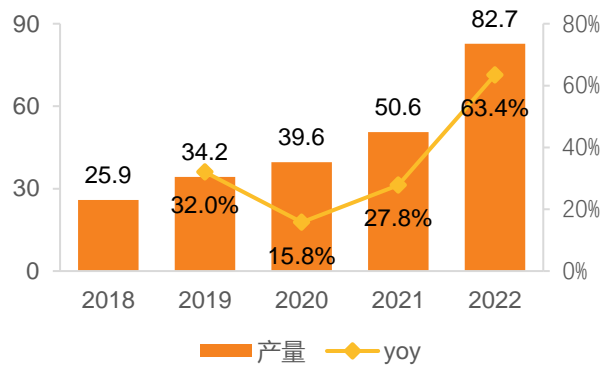
受益光伏产业链投资增长，多晶硅产量持续走高，扩大控制阀应用空间。多晶硅是光伏产业链上游的核心原材料，其生产系统复杂，物料、氢气、压空、氮气等管道涉及多种型号、规格的大量阀门应用。根据中国光伏行业协会数据，2022 年中国的多晶硅产量 82.7 万吨，同比增长 63.4%，2018-2022 年 CAGR 为 33.7%。我们认为，**在全球能源转型背景下，光伏发电有望保持高速增长，继续推动多晶硅生产投资，抬升对上游控制阀等设备的购置需求。**

图 40：多晶硅生产系统的阀门应用情况

阀门类型	应用环节
球阀	用于氯硅烷、氢气、氮气、压缩空气的截断
截止阀	用于导热油、热水和蒸汽等的切断和调节
蝶阀	用于热水、循环水和导热油的启闭和流量控制
闸阀	可用于密封性要求不高的导热油和蒸汽管道等
止回阀	主要用于热能转换站

资料来源：《多晶硅生产系统阀门选型分析》刘见华等，天风证券研究所

图 41：中国的多晶硅产量&同比增速（万吨，%）



资料来源：中国光伏行业协会 CPIA 公众号，光伏经纬公众号，天风证券研究所

3. 公司竞争优势：研发创新底蕴深厚，推进高端市场开发

3.1. 自研+产学研融合，高筑技术性壁垒

强化自主研发，构筑技术壁垒。公司长期专注于工业控制阀的研发生产，先后获评国家高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业等，并于 2015 年获批设立博士后工作站，旗下浙江力诺流体智能测控装备研究院于 2016 年被认定为省级企业研究院，技术研发积淀深厚。此外，公司研发中心建设项目已于 2022 年达预定可使用状态，在整合现有研发资源的基础上，增设材料应用研究中心、阀门性能测试中心、智能控制研究中心、产品设计中心，打造自动控制阀专业研发平台。

表 6: 浙江力诺的研发中心部门和研发方向

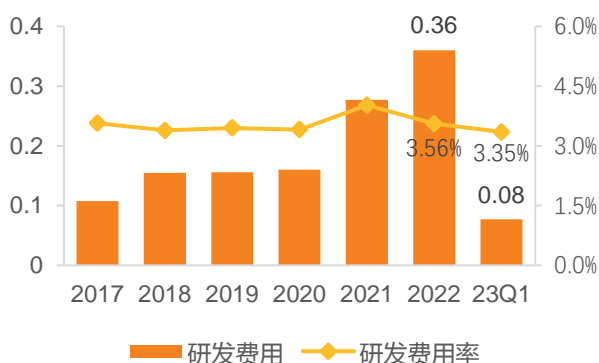
研发中心部门	研发方向
材料应用研究中心	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 高温、低温及超低温工况控制阀金属材料与非金属材料的应用研究 ▪ 金属与非金属弹性元件及密封元件的应用研究与检测 ▪ 新材料及其耐腐蚀性能应用研究
阀门应用试验中心	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 动态性能检测 ▪ 高温、低温与超低温等工况用控制阀的高低温性能检测 ▪ 控制阀的常规性能检测 ▪ 控制阀流量特性及调节性能检测
智能控制研究中心	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 智能化系统集成设计与开发 ▪ 工业阀门智能化执行机构产品研发及其产业化技术研究 ▪ 工厂阀门管理信息系统设计与开发
产品设计中心	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 新产品试制 ▪ 设计、工艺及产品标准化 ▪ 基于流体特性的结构设计研究 ▪ 控制阀流量特性与调节性能研究 ▪ 流体模拟仿真实验及应用

资料来源：浙江力诺招股说明书，天风证券研究所

推进产学研融合，协同构建高效研发体系。公司以省级企业研究院、省级工业设计中心为依托，推动自主研发与产学研相结合，不断加强与科研院所、高等院校等的合作，充分利用外部人才和技术资源。公司先后与陕西科技大学、温州大学签署技术服务、联合研制等相关协议，在高端高温高压控制阀、远程数据处理等领域开展技术合作。特别在核心产品研发方面，公司采用集成产品开发项目制模式，组成项目组对关键因素进行评审，保证技术研发的科学性和有效性。

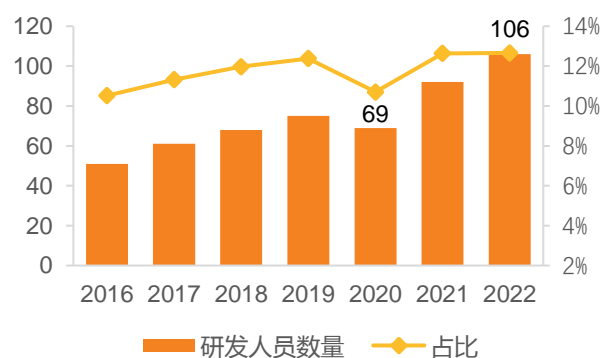
公司持续加大技术研发力度，2022 年研发投入 0.36 亿元，同比增长 30.02%，研发费用率 3.56%，当年度新增专利授权 10 项，并参与制定 GB/T26481-2022《工业阀门的逸散性试验》、GB/T13927-2022《工业阀门的压力试验》等国家标准；2023Q1，公司研发投入 0.08 亿元，同比增长 33.95%。**研发人员配置方面**，2020-2022 年，公司研发团队由 69 人扩大至 106 人，占比由 10.7%提升至 12.7%。我们认为，公司以研发中心建设为契机，持续强化研发实力，有望在高性能特种控制阀、特种新材料等方向取得突破，助力实现产品升级和产品链拓宽，在高端控制阀领域高筑技术壁垒。

图 42: 浙江力诺的研发投入&研发费用率 (亿元, %)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43: 浙江力诺的研发人员数量&占比 (人, %)



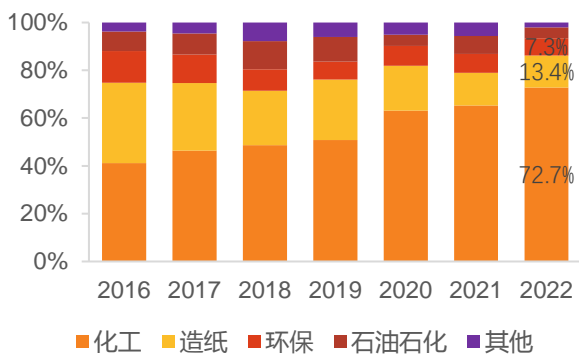
资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

3.2. 产品多元化布局，加速高端市场国产替代

多品类、多行业布局，打造全场景解决方案。公司持续拓宽常规产品的应用赛道，致力于满足下游的全场景应用需求；产品系列包括球阀、调节阀、蝶阀、闸阀、特种专用阀、衬氟衬胶阀等，覆盖石油、石化、化工、造纸、环保、能源、医药、食品等行业的大多数工况场景，满足客户一站式采购需求。公司持续深挖精细化工、制浆造纸等成熟行业，加大对石油石化等战略行业市场开发，拥有晨鸣纸业、太阳纸业、利尔化学、海翔药业、赣锋锂业、中石化等优质客户。2022 年公司营业收入主要来自化工、造纸、环保、石油石化等下游，收入占比分别为 72.7%、13.4%、7.3%、4.5%。

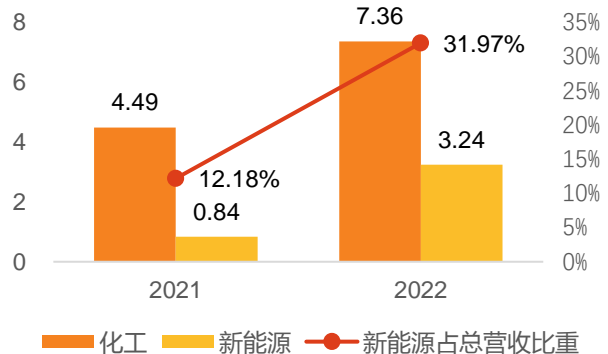
前瞻布局新能源赛道，启动业绩高增引擎。公司的球阀、蝶阀、调节阀、偏心旋转阀等产品可适用于多晶硅行业的冷氢化、精馏、还原、尾气回收等装置，亦适用于锂提取、电解液、正负极材料等锂电池原材料的制作过程。**得益于公司对锂电、多晶硅等新兴产业的前瞻布局显效，化工板块业绩显著增长。**2022 年，化工板块营收 7.36 亿元，同比增长 64.07%；其中来自锂、多晶硅等新能源上游原材料行业的营收 3.24 亿元，同比增长 286.21%，占全部营收比重 31.97%，同比增 19.79 pct。我们认为，公司前期对新能源板块的培育步入收获期，已成为公司业绩增长的第一大驱动，未来有望继续受益于新能源赛道高景气，进一步打开公司成长空间。

图 44：浙江力诺的分行业收入结构（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 45：浙江力诺的化工&新能源板块收入（亿元，%）



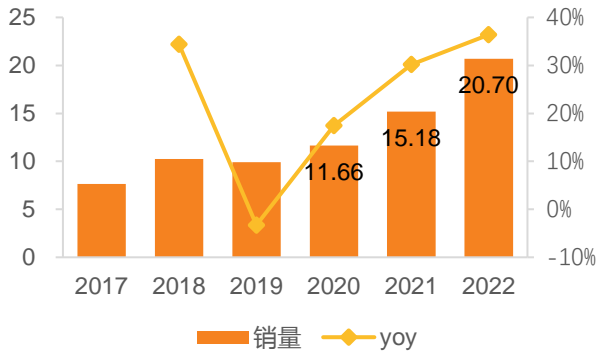
资料来源：浙江力诺 2021、2022 年财报，天风证券研究所

开拓高端产品，加速国产替代，控制阀产品量、价齐升。公司聚焦于大口径大压差、高温高压及超低温等高端控制阀开发，以及部件材料改进、产品性能优化等，不断开拓高端化、智能化市场领域，为能源、生化、环保等领域的高端客户提供全套工业控制阀解决方案。例如，

- **煤化工工业：**针对冲刷严重、开关频次高等工况，研发基于表面气相沉积 DLC 技术的阀门，实现进口替代；
- **锂电、多晶硅：**针对环境温度交变、禁油脱脂、强腐蚀介质等工况，进行产品改良优化，解决填料泄露、密封面硬化等关键问题；

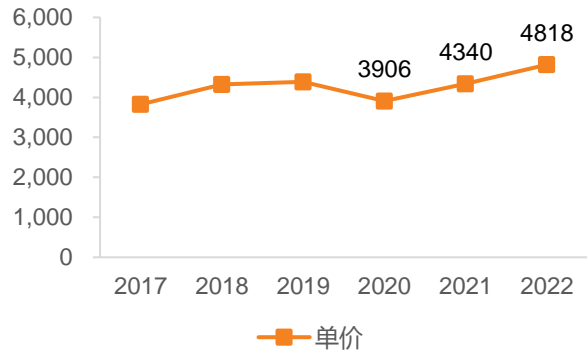
在高端化突破和进口替代驱动下，公司的控制阀产品实现量价齐升；2020-2022 年，公司控制阀产品销量分别为 11.66/ 15.18/ 20.70 万台，平均售价为 3906/ 4340/ 4818 元/台。我们认为，公司产品结构不断向中高端升级，有望凭借高性价比和本土化优势，加速对进口品牌的高端市场替代。

图 46：浙江力诺的控制阀销量&同比增速（万台，%）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 47：浙江力诺的控制阀销售均价（元/台）



资料来源：Wind，同花顺 iFinD，天风证券研究所

3.3. 数字化转型降本增效，产能扩张加速业绩释放

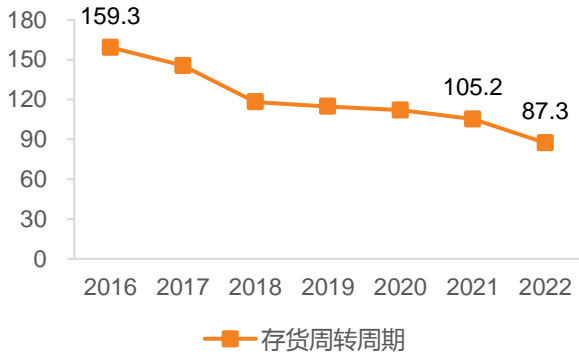
推进数字化工厂建设，强化柔性化生产优势。生产方面，公司拥有完善的生产链，并依托智能化技术、信息化管理打造柔性制造系统，以实现关键节点数据可视化和产品的动态快速交付，有效缩短了交货周期；2017-2022 年，公司存货周转周期由 145.5 天持续降至 87.3 天。管理方面，公司持续推动供应链、营销、业财融合、人力资源等系统间联动升级，并携手华为打造瑞安首家业内标杆数据中心样板点，依托数字化平台加强全流程管控和调度，促进流程优化和效率提升；2017-2022 年，公司人均创收由 58.9 万元提高至 129.4 万元，人均创利由 6.2 万元提高至 13.6 万元。鉴于控制阀制造存在小批量、多品种、按单设计 ETO、按单生产 MTO 等特征，我们认为公司积极推进数字化、智能化转型有助于生产精细化、定制化、柔性化，可适应业务有序增长、盈利持续提升的发展需要。

图 48：浙江力诺的数字化平台界面



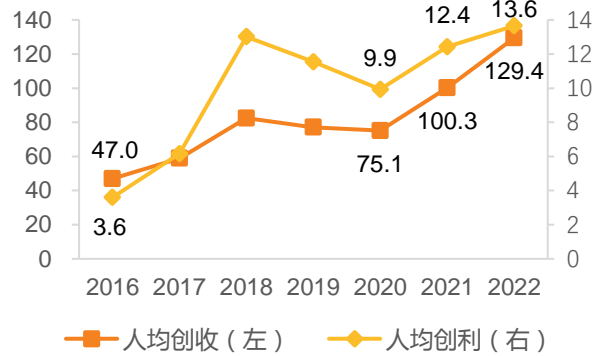
资料来源：浙江力诺公众号，天风证券研究所

图 49：浙江力诺的存货周转周期（天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

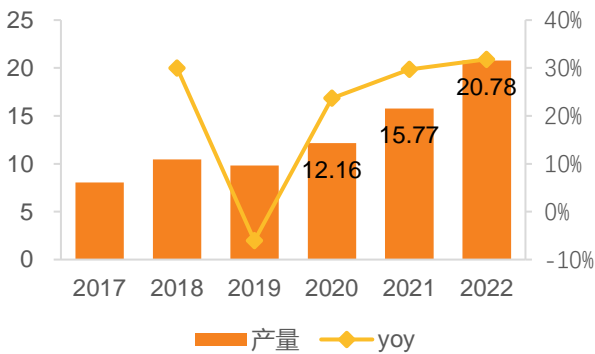
图 50：浙江力诺的人均创收&人均创利（万元/人）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

产能加速扩张，助推业绩释放。公司新建厂房已于 2022 年 7 月落成，建筑面积超 8 万平方米，较原有厂区增加近 5 万平方米；其中，新厂区用于生产制造的建筑面积超 6 万平方米。新厂区拥有 2.5 万套高性能控制阀、7.5 万套控制阀的年产能，其中“年产 2.5 万套高性能控制阀生产线建设项目”已于 2022 年 6 月达到预定可使用状态，主要产品包括矿浆刀闸阀、管线球阀、调节阀、高性能大口径控制阀、耐磨耐腐蚀特材控制阀。公司于 22H2 实现营收 6.00 亿元，环比增长 45.47%；同比增速 54.07%，高于 22H1 的营收同比增速 38.10%，表明新产能投产对公司业绩支撑作用显著。2022 年，公司实现控制阀产量 20.78 万台，同比增长 31.82%。根据公司产品规划，新厂区产能规划尚余空间，预计新厂区产能可满足公司 15 亿元的生产产值需求。我们认为，高性能控制阀等新产能陆续投产，有助于丰富产品结构、打造规模经济，有望加速公司业绩释放，进一步提升在高端控制阀市场的占有率。

图 51：浙江力诺的控制阀产量&同比增速（万套，%）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 52：浙江力诺的新建厂区



资料来源：温州总商会网，天风证券研究所

4. 盈利预测&投资建议

核心假设：

- 控制阀：（1）油气管道、石化化工、制浆造纸、多晶硅等多个下游行业需求共振上行，驱动控制阀应用空间扩容；同时行业集中化叠加供应链安全诉求提升，高端控制阀市场的国产替代进程加速。（2）公司积极拓宽产品的下游应用，前瞻布局新能源赛道，有望开启业务增长新引擎；此外公司聚焦于高端产品开发，现阶段处于产能扩张期，有望推动产品量价齐升，加速业绩释放。分别给予开关阀/调节阀业务收入 2022-2025 年 21.36%/ 21.58%的复合年均增速。

- 工艺阀：中国为全球第二大阀门制造国，市场空间可观；根据 GIA 测算，中国阀门制造市场自 2021 年开始恢复持续正增长，至 2026 年有望增至 182 亿美元，公司的工艺阀销售有望受益增长。给予工艺阀业务收入 2022-2025 年 10.69%的复合年均增速。

表 7：公司分业务盈利预测（亿元）

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
开关阀	销售收入	2.70	4.05	6.73	7.89	9.72	12.02
	yoy	7.73%	49.95%	66.19%	17.24%	23.27%	23.68%
	毛利率	31.60%	27.75%	23.88%	24.97%	26.04%	27.10%
	毛利	0.85	1.12	1.61	1.97	2.53	3.26
调节阀	销售收入	1.57	2.09	2.51	2.96	3.45	4.50
	yoy	3.81%	32.64%	20.18%	18.11%	16.65%	30.45%
	毛利率	32.10%	30.61%	26.96%	27.93%	28.50%	29.00%
	毛利	0.50	0.64	0.68	0.83	0.98	1.31
工艺阀	销售收入	0.28	0.45	0.74	0.71	0.87	1.00
	yoy	-15.96%	61.37%	63.29%	-3.40%	21.06%	15.97%
	毛利率	13.42%	17.78%	22.10%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利	0.04	0.08	0.16	0.18	0.22	0.25
配件	销售收入	0.14	0.29	0.14	0.17	0.19	0.22
	yoy	-14.66%	106.60%	-50.15%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	30.14%	12.67%	-23.12%	10.00%	20.00%	30.00%
	毛利	0.04	0.04	-0.03	0.02	0.04	0.07
其他	销售收入	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	yoy	-13.76%	60.48%	25.30%	-10.10%	5.61%	-2.66%
	毛利率	99.98%	100.06%	100.02%	100.00%	100.00%	100.00%
	毛利	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
合计	销售收入	4.70	6.88	10.13	11.74	14.24	17.76
	yoy	3.83%	46.53%	47.14%	15.89%	21.34%	24.71%
	毛利率	30.72%	27.42%	23.93%	25.57%	26.55%	27.54%
	毛利	1.44	1.89	2.42	3.00	3.78	4.89

资料来源：Wind，天风证券研究所

本文选取工业阀门供应商纽威股份、江苏神通、恒立液压，以及自动仪器仪表供应商川仪股份作为可比上市公司，其 2024E 的 PE 估值区间位于 13.2x-26.4x。我们认为，受益于多下游行业需求共振、控制阀行业集中化以及国产替代进程加速，公司通过前瞻布局新兴应用赛道，推动产能扩张和产品高端化，作为控制阀龙头有望进入业绩高速增长期。我们预计公司 2023-2025 年的营业收入为 11.74/ 14.24/ 17.76 亿元，归母净利润 1.33/ 1.79/ 2.39 亿元，对应 EPS 为 0.98/ 1.31/ 1.76 元，当前股价对应 PE 为 18.4/ 13.7/ 10.2x。看好公司产品结构升级和产能扩张，给予 2024 年 18 倍 PE，对应目标价 24 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8: 可比上市公司的 PE 估值 (截至 2023 年 7 月 10 日)

股票代码	股票简称	2023E	2024E
603100.SH	川仪股份	21.0	17.4
603699.SH	纽威股份	17.6	14.2
002438.SZ	江苏神通	17.0	13.2
601100.SH	恒立液压	31.7	26.4
平均		21.8	17.8

资料来源: Wind 一致预期, 天风证券研究所

5. 风险提示

- 1) **宏观经济风险。**公司产品广泛应用于石油、石化、化工、造纸、环保等行业,其固定资产投资与宏观经济密切相关,若下游行业投资放缓,则公司经营业绩可能受到影响。
- 2) **原材料价格风险。**公司产品主要原材料为钢材、电气产品、铸件和辅料等,价格波动对产品成本影响较大,若未来原材料价格保持高位,可能对毛利率产生不利影响。
- 3) **应收账款相关风险。**截至 2023Q1,公司的应收账款余额为 58528.71 万元,下游客户多为信誉良好的大型工业企业,实际产生坏账的风险较小;但随着公司销售规模扩大,公司的应收账款余额可能进一步增加。
- 4) **规模扩张导致的后续管理风险。**随着新工厂投用,公司资产规模进一步扩大,可能对现有的管理模式、资源配置体系提出新的挑战;若公司不能及时提升管理水平,则可能对业绩提升造成不利影响。
- 5) **测算存在一定主观性的风险。**报告中对于盈利预测等测算涉及假设,尽管有关假设具备一定的数据资料支撑,但难免存在一定的主观性,测算结果仅供参考。
- 6) **流通市值较小。**截至 2023 年 7 月 5 日,公司总股本 1.36 亿股,非限售流通股 1.00 亿股,对应流通市值 25.1 亿元。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	62.37	143.49	305.17	370.28	461.79	营业收入	688.36	1,012.83	1,173.72	1,424.14	1,776.11
应收票据及应收账款	373.90	566.29	411.81	774.97	705.12	营业成本	499.60	770.46	873.58	1,046.06	1,286.99
预付账款	14.94	7.72	19.66	18.10	28.11	营业税金及附加	3.57	5.06	12.32	12.82	14.21
存货	174.54	199.05	213.47	251.44	320.55	销售费用	40.68	46.73	53.99	64.09	79.93
其他	210.57	83.19	125.61	91.11	107.96	管理费用	20.85	26.58	33.17	38.81	49.30
流动资产合计	836.33	999.75	1,075.72	1,505.91	1,623.52	研发费用	27.70	36.02	43.00	49.85	65.07
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	0.46	1.65	3.00	7.79	7.68
固定资产	123.66	344.20	342.10	342.45	339.87	资产/信用减值损失	(7.15)	(21.36)	(12.42)	(13.64)	(15.81)
在建工程	137.95	2.00	31.20	36.72	34.03	公允价值变动收益	2.13	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	44.72	43.90	42.61	41.33	40.04	投资净收益	3.69	10.50	5.92	6.71	7.71
其他	95.65	22.13	43.81	53.34	38.09	其他	0.88	19.25	0.00	(0.00)	(0.00)
非流动资产合计	401.99	412.23	459.71	473.83	452.04	营业利润	95.93	117.95	148.16	197.79	264.85
资产总计	1,238.32	1,411.98	1,535.43	1,979.75	2,075.56	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	71.83	37.90	103.53	223.19	142.50	营业外支出	0.00	0.22	0.40	0.31	0.36
应付票据及应付账款	241.64	364.85	318.95	489.75	515.40	利润总额	95.93	117.73	147.76	197.48	264.49
其他	50.44	32.54	78.79	93.00	110.10	所得税	10.66	10.92	14.78	18.76	25.13
流动负债合计	363.91	435.29	501.26	805.94	767.99	净利润	85.27	106.81	132.98	178.72	239.37
长期借款	0.00	13.80	19.48	33.99	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	85.27	106.81	132.98	178.72	239.37
其他	1.91	3.06	2.45	2.48	2.66	每股收益(元)	0.63	0.78	0.98	1.31	1.76
非流动负债合计	1.91	16.86	21.93	36.46	2.66						
负债合计	400.15	492.82	523.19	842.40	770.65						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	136.34	136.34	136.34	136.34	136.34	成长能力					
资本公积	353.45	354.91	354.91	354.91	354.91	营业收入	46.53%	47.14%	15.89%	21.34%	24.71%
留存收益	348.37	427.91	521.00	646.10	813.66	营业利润	43.68%	22.96%	25.61%	33.50%	33.90%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	37.34%	25.26%	24.51%	34.40%	33.93%
股东权益合计	838.17	919.16	1,012.24	1,137.35	1,304.91	获利能力					
负债和股东权益总计	1,238.32	1,411.98	1,535.43	1,979.75	2,075.56	毛利率	27.42%	23.93%	25.57%	26.55%	27.54%
						净利率	12.39%	10.55%	11.33%	12.55%	13.48%
						ROE	10.17%	11.62%	13.14%	15.71%	18.34%
						ROIC	12.69%	17.83%	16.89%	23.66%	25.40%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	32.31%	34.90%	34.07%	42.55%	37.13%
净利润	85.27	106.81	132.98	178.72	239.37	净负债率	3.52%	-9.96%	-17.98%	-9.94%	-24.47%
折旧摊销	14.19	16.79	24.19	25.41	26.55	流动比率	2.10	2.10	2.15	1.87	2.11
财务费用	1.54	3.26	3.00	7.79	7.68	速动比率	1.66	1.68	1.72	1.56	1.70
投资损失	(3.69)	(10.50)	(5.92)	(6.71)	(7.71)	营运能力					
营运资金变动	76.40	(16.39)	23.12	(189.37)	32.09	应收账款周转率	2.12	2.15	2.40	2.40	2.40
其它	(122.53)	(52.90)	0.00	(0.00)	(0.00)	存货周转率	4.71	5.42	5.69	6.13	6.21
经营活动现金流	51.17	47.06	177.37	15.85	297.97	总资产周转率	0.62	0.76	0.80	0.81	0.88
资本支出	124.79	98.77	50.61	29.98	19.81	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.63	0.78	0.98	1.31	1.76
其他	(278.48)	(11.18)	(94.69)	(53.27)	(32.10)	每股经营现金流	0.38	0.35	1.30	0.12	2.19
投资活动现金流	(153.69)	87.59	(44.08)	(23.29)	(12.29)	每股净资产	6.15	6.74	7.42	8.34	9.57
债权融资	57.45	(41.57)	68.28	126.17	(122.36)	估值比率					
股权融资	(27.27)	(32.63)	(39.89)	(53.62)	(71.81)	市盈率	28.73	22.94	18.42	13.71	10.24
其他	5.30	11.77	0.00	(0.00)	(0.00)	市净率	2.92	2.67	2.42	2.15	1.88
筹资活动现金流	35.48	(62.42)	28.38	72.55	(194.17)	EV/EBITDA	15.78	11.22	11.85	9.33	6.65
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	17.45	12.26	13.60	10.42	7.26
现金净增加额	(67.04)	72.23	161.68	65.11	91.51						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com