

利柏特 (605167)

国内领先工业模块制造商，充分受益于全球化工龙头资本开支扩张

增持 (首次)

2023年09月12日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

研究助理 杨晓曦

执业证书: S0600122080042

yangxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,721	2,584	3,366	4,345
同比	-13%	50%	30%	29%
归属母公司净利润 (百万元)	137	183	256	346
同比	25%	34%	40%	35%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.31	0.41	0.57	0.77
P/E (现价&最新股本摊薄)	30.99	23.18	16.58	12.27

关键词: #新需求、新政策

投资要点

- **国内领先工业模块制造商，业绩稳健增长：**公司 2006 年成立以来业务发展历经初创期、成长期、快速发展阶段，从冷箱制造、预制管道等其他小型模块生产商发展为具备“设计-采购-模块化-施工”(EPFC)全产业链环节及一体化服务能力的领先企业。公司主营业务为工程服务和工业模块设计和制造，2017-2021 年营收 CAGR 为 17.0%，2022 年疫情影响施工节奏，全年营收同比下滑 13.2%；2023 上半年公司承揽的项目执行与结算情况良好，实现营收 13.5 亿元，同比+127.0%，归母净利润 8736 万元，同比+150.6%。
- **全球化工行业加速产能转移，模块化建设优势明显：**(1) 模块化生产可将大型装置进行拆解，对比传统建造模式，在成本及质量控制，安全生产等方面优势突出，且有利于后续生产线的升级改造、维修检修和回收利用；(2) 全球化学品销售额增长，化工资本开支不断增长，俄乌冲突使得不少化工巨头加大在中国的项目投资，巴斯夫、科思创、PPG 等化工龙头企业在中国陆续投产，将拉动我国化工市场资本开支提升；(3) 制造业人力成本不断上升，模块化建设进一步提高工人工作效率、缩短工期，降低劳动力成本，渗透率将不断提升；(4) 工业模块设计和制造业对过往业绩和资质较为看重，进入壁垒较高；欧美企业的技术实力雄厚，但随着一带一路的发展，国内已经出现少量可配套进行大型装置工业模块设计和制造的企业。
- **公司专注工业模块领域，产业链不断延伸：**(1) 公司具备在国际及国内开展相关业务的必要资质，截至 2023 年 4 月共拥有发明专利 25 项，实用新型专利 71 项，截至 2022 年末共拥有技术人员 452 人，专利数量、技术人员数量及占比逐年提升；(2) 公司深耕巴斯夫等核心客户，且与林德气体、霍尼韦尔、科思创等数十家企业建立了长期稳定的合作关系，前五大客户营收占比多年达到 45%以上；2022-2023Q1 公司公告 7 项重大项目合同，签约合同金额累计超 41 亿，成为未来 3 年业绩释放的压舱石；(3) 公司张家港重装园区基地靠近港口，可大幅减少模块出口前的发运成本；湛江基地坐落于湛江经开区，全区拥有包括公司长期合作客户巴斯夫、液化空气、陶氏化学等在内的世界 500 强企业投资的多个工业项目，公司可实现对客户建设需求进行快速响应；(4) 公司生产的工艺模块已从化工行业延伸至油气能源、矿业、水处理等多个行业，有望充分受益各行业模块化渗透率提升。
- **盈利预测与投资评级：**我们选取卓然股份、东华科技、三联虹普、中工国际作为可比公司，公司 PE (TTM) 低于可比公司平均水平。公司是国内少数具备大型工业模块设计建造能力的企业，客户多为知名化工跨国企业，重大在手订单量为未来 3 年业绩提供支撑，且有望持续受益于与巴斯夫湛江项目的深度绑定。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.8/2.6/3.5 亿元，截至 9 月 12 日收盘价对应市盈率分别为 23.2/16.6/12.3 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**在手订单推进不及预期；海外化工龙头来华投资不及预期；模块化生产方式渗透率提升不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.46
一年最低/最高价	6.98/11.14
市净率(倍)	2.78
流通 A 股市值(百万元)	2,105.00
总市值(百万元)	4,248.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.40
资产负债率(% ,LF)	48.18
总股本(百万股)	449.07
流通 A 股(百万股)	222.52

相关研究

内容目录

1. 国内领先的工业模块制造商，业绩稳健增长	4
1.1. 公司专注工业模块制造，驶入发展快车道.....	4
1.2. 主营业务与经营情况.....	5
2. 全球化工行业加速产能转移，模块化建设优势明显	7
2.1. 大型装置模块化具备工期短、质量高、风险低等多维优势.....	7
2.2. 化工龙头加速来华投资，老龄化、人工成本上行带动模块化渗透率提升.....	9
2.3. 欧美企业技术领先，国内少数企业具备大型模块化能力.....	12
3. 公司：专注工业模块领域，产业链不断延伸	14
3.1. 资质、专利、技术人员为公司开展业务提供底层支持.....	14
3.2. 与全球知名客户深度绑定，生产基地兼顾成本与区位优势.....	16
3.3. 持续推进横向、纵向产业链延伸，业务广度和深度不断提升.....	19
4. 盈利预测与投资建议	21
4.1. 盈利预测.....	21
4.2. 投资建议.....	22
5. 风险提示	23

图表目录

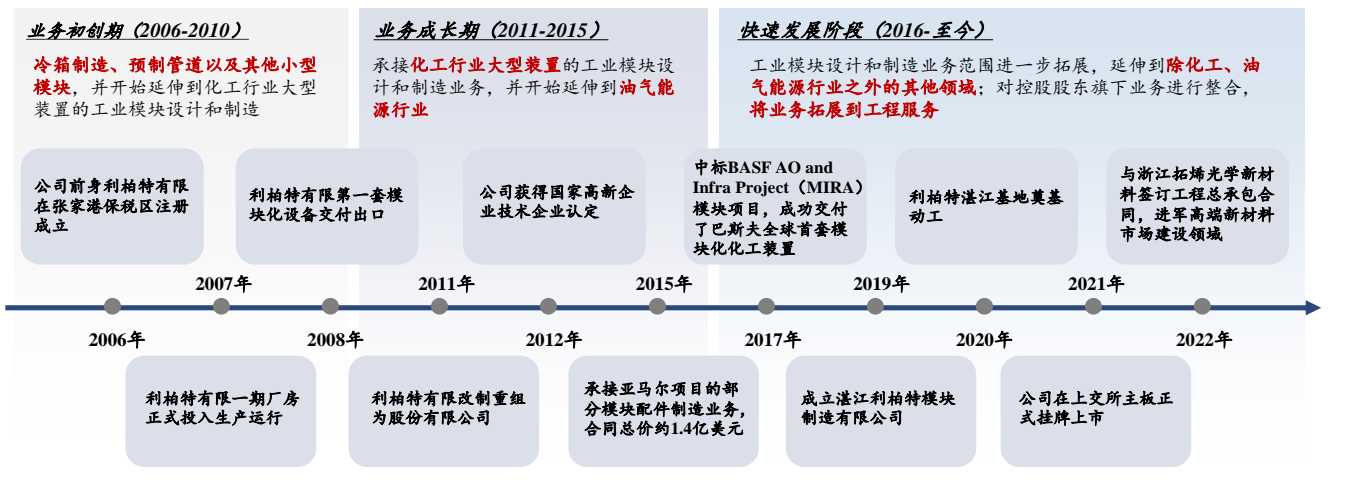
图 1:	利柏特发展历程.....	4
图 2:	利柏特股权结构 (截至 2023 年 7 月 17 日)	5
图 3:	利柏特主营业务及代表项目、主要产品.....	5
图 4:	公司营业收入及同比增速.....	6
图 5:	公司归母净利润及同比增速.....	6
图 6:	公司营业收入构成情况.....	6
图 7:	公司主营业务毛利率情况.....	6
图 8:	工业模块设计和制造产业链.....	7
图 9:	利柏特部分代表项目及建设工期.....	8
图 10:	模块化有利于生产线技改、检维修以及回收.....	9
图 11:	2021 年全球化学品销售额 (十亿欧元)	10
图 12:	2011/2021 年全球化学品资本开支 (十亿欧元)	10
图 13:	2021 年全球化学品销售额占比.....	10
图 14:	欧洲天然气商品价格 (美元/百万英热单位)	10
图 15:	欧盟 27 国电价 (欧元/kwh)	10
图 16:	我国劳动年龄人口数量不断下降.....	12
图 17:	我国城镇劳动力成本不断上升.....	12
图 18:	我国农民工年龄结构情况.....	12
图 19:	我国农民工人工成本不断上升.....	12
图 20:	公司发明专利与实用新型专利数量情况.....	16
图 21:	公司技术人员数量及占比.....	16
图 22:	利柏特前五大客户营收及占比情况.....	17
图 23:	利柏特生产基地区位布局情况.....	19
图 24:	利柏特子公司业务定位.....	20
表 1:	8 台 15 万吨乙烯裂解炉现场制造与模块化制造资源消耗对比.....	8
表 2:	全球化工龙头在中国投资情况.....	11
表 3:	工业模块设计及制造业进入壁垒.....	13
表 4:	公司主要竞争对手情况.....	14
表 5:	公司开展业务相关资质认证.....	15
表 6:	公司代表客户主要项目情况.....	17
表 7:	公司重大在手订单情况.....	18
表 8:	公司分行业模块化产品案例.....	20
表 9:	公司盈利预测主要假设及结果.....	22
表 10:	可比公司估值表 (截至 2023 年 9 月 12 日)	23

1. 国内领先的工业模块制造商，业绩稳健增长

1.1. 公司专注工业模块制造，驶入发展快车道

工业模块制造行业领先企业，提供全产业链及一体化服务。利柏特成立以来业务发展历经初创期（2006-2010年）、成长期（2011-2015年）、快速发展阶段（2016年至今），不断完善产业布局，从冷箱制造、预制管道等其他小型模块生产商发展为具备“设计-采购-模块化-施工”（EPFC）全产业链环节及一体化服务能力的领先企业，逐渐掌握了各项设计技术，并积累了多个行业大型装置模块的设计经验，能够对具有相似工艺功能的大型装置模块业务订单进行快速响应。公司是国内少数具备大型工业模块设计能力的企业，拥有行业领先的“设计-采购-模块化-施工”的全产业链环节、一体化综合服务能力。

图1：利柏特发展历程

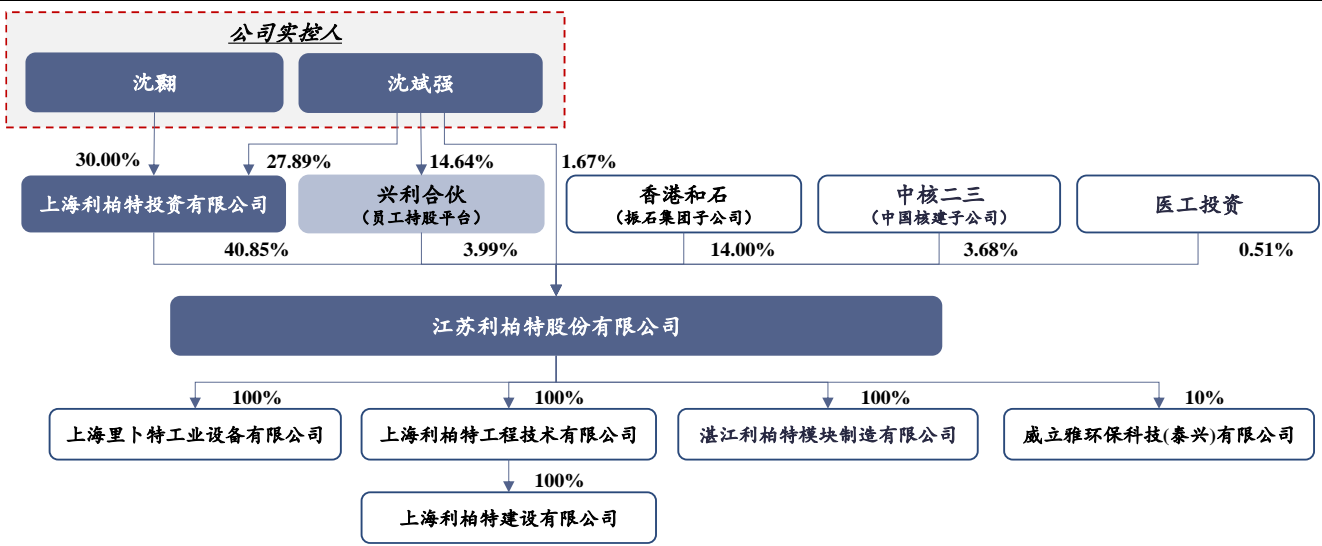


数据来源：公司官网，公司招股说明书，东吴证券研究所

公司股权结构稳定，控股股东为上海利柏特投资有限公司，实际控制人为沈斌强先生和沈翺先生。截至2023年7月17日，公司第一大股东为上海利柏特投资有限公司，持股比例达到40.85%，股东为公司实控人沈斌强和沈翺；第二、四大股东香港和石、中核二三为战略投资者，分别为振石集团和中国核建子公司，持股比例分别达到14.0%/3.68%；第三大股东兴利合伙为公司的员工持股平台，持股比例为3.99%。

EPFC全链条涉及多个环节，上市公司和子公司之间形成稳定的分工协作关系。上市公司和子公司湛江利柏特为公司模块化业务的实施主体，子公司利柏特工程主要负责工程设计、工程总承包等业务，孙公司利柏特建设主要负责工程水工和工程维保等业务，子公司里卜特设备主要负责为各类工程项目提供采购支持。通过公司与各子公司在经营过程中的业务分工和定位，公司形成了“设计-采购-模块化-施工”（EPFC）全产业链环节及一体化服务能力，在客户开发以及产业协同效应上具有竞争优势。

图2: 利柏特股权结构 (截至 2023 年 7 月 17 日)





数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 主营业务与经营情况

公司主要业务为工业模块设计和制造, 以及工程总承包、工程设计、工程采购、工程施工、工程维保等各类工程服务。工业模块设计和制造方面, 公司深耕行业多年, 是国内少数具备大型工业模块设计和制造能力的企业, 主要模块产品包括工艺模块、管廊模块和管道预制件, 产品广泛用于抗氧剂装置、生物质处理、气体分离、制氢、锂电、矿石筛选等生产。公司具备全面的业务资质和丰富的设计技术、经验, 与行业知名的跨国企业巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔、科思创、优美科、陶氏化学、液化空气、英威达等多家知名企业建立起了持续合作关系。

图3: 利柏特主营业务及代表项目、主要产品

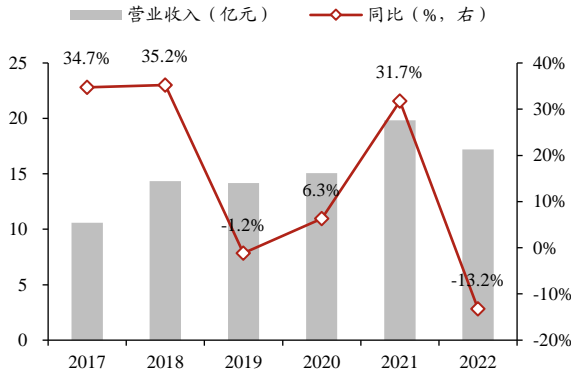
<p>工业模块设计和制造</p> <p>产品包括工艺模块和管廊模块。工艺模块的应用领域广泛, 不同工艺模块之间用途差异较大, 主要应用于化工行业, 并已延伸到油气能源、矿业、水处理等多个行业。公司具备将各类大型装置进行模块化的设计和制造技术; 管廊模块是连接各工艺设备的桥梁, 提供介质输送枢纽的作用, 广泛应用于多个行业领域。</p>	 <p>抗氧剂装置模块 (应用于抗氧剂生产)</p>	 <p>催化重整模块 (应用于石油炼化工艺中的催化重整过程)</p>	 <p>气体分离模块 (产品原料混合气低温分离的主要设备之一)</p>
<p>工程服务</p> <p>业务主要包括工程总承包EPC、工程设计E、工程采购P、工程施工C、工程维保O。完备的采购体系、全面的资质、精细化项目管理能力、国际知名客户工程项目全环节的服务能力、国际知名客户的工程项目投产后的持续服务。</p>	 <p>英威达聚合物三期项目</p>	 <p>巴斯夫新疆机电安装工程</p>	 <p>中化蓝天霍尼韦尔Super-3项目</p>

数据来源: 公司官网, 公司微信公众号, 东吴证券研究所

近年来公司业绩持续释放, 利润稳健增长。收入端, 公司 2017-2022 年营业收入分别为 10.6/14.3/14.2/15.1/19.8/17.2 亿元, 其中 2017-2021 年营收 CAGR 为 17.0%。2022

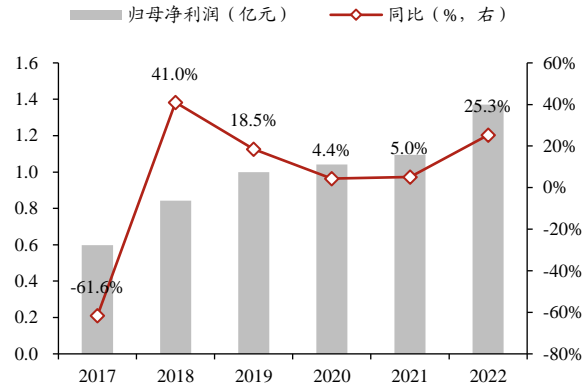
年疫情影响施工节奏,前三季度营收水平均出现下滑,导致公司全年营收同比下滑 13.2%;
 利润端,2017-2022 年公司归母净利润由 0.60 亿元增长至 1.37 亿元,CAGR 达到 14.9%。
 2023 上半年公司承揽的项目执行与结算情况良好,收入及利润规模显著增加,实现营业
 收入 13.5 亿元,同比+127.0%。实现归母净利润 8736 万元,同比+150.6%。

图4: 公司营业收入及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

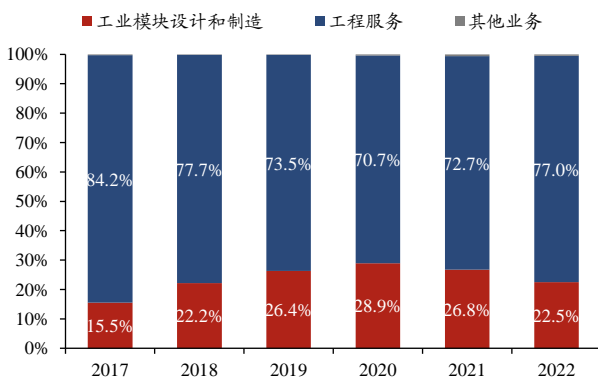
图5: 公司归母净利润及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

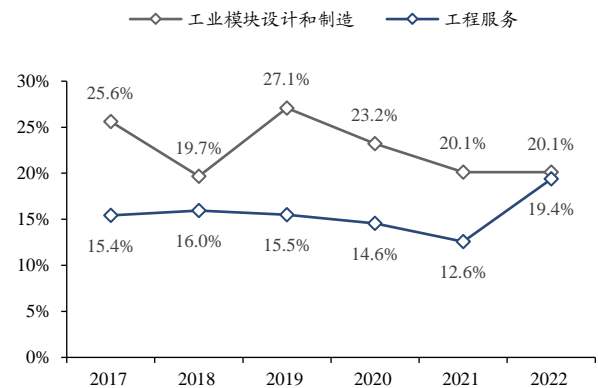
工程服务为公司主要收入来源, 模块化业务收入增速稳健。 营收构成方面, 工程服务和工业模块设计制造为公司主要收入来源, 其他业务占比不到 1%。工程服务为公司第一大业务, 2022 年实现营收 13.3 亿元, 营收占比为 77.0%, 其中工程总承包/工程施工/工程维保/工程采购/工程设计占比分别为 34.2%/30.3%/6.5%/3.6%/2.3%; 工业模块设计和制造业务规模稳定增长, 2022 年实现营收 3.9 亿元, 营收占比为 22.5%。毛利率方面, 公司工业模块设计和制造业务毛利率中枢位于 20%左右, 工程服务业务毛利率中枢位于 15%左右, 2022 年公司工程服务业务毛利率显著提升至 19.4%, 得益于公司下半年对前期受疫情影响的项目加速赶工, 带动收入利润提速, 并且工程总承包项目中模块化业务占比提升也带动了工程服务业务毛利率增长。

图6: 公司营业收入构成情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 公司主营业务毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

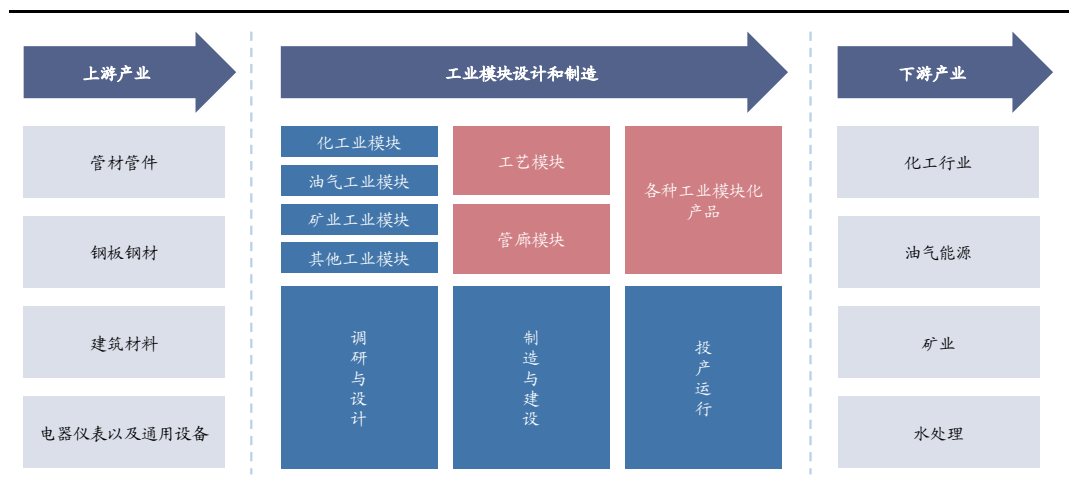
2. 全球化工行业加速产能转移，模块化建设优势明显

2.1. 大型装置模块化具备工期短、质量高、风险低等多维优势

模块化生产可将大型装置进行拆解，实现项目建设模式变革。工业模块设计和制造业务通常是按照下游行业企业的工艺需求为其进行定制化设计和制造，将大型的、复杂的装置通过设计拆解为数个工业模块，或将多个相关工艺流程中的设备及管路集成至单个大型模块，在工厂进行预制、组装等工作，从而代替传统工程建造在项目现场施工的工作模式。

根据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017)，工业模块设计和制造业务涉及的行业为专用设备制造业，上游行业主要是原材料供应商和分包商，原材料供应商主要包括管材管件、钢板钢件、建筑材料、电器仪表以及通用设备，属于充分竞争行业。下游主要为化工行业。随着各行各业正逐渐应用模块化制造方式以实现项目建设模式的变革，公司工业模块设计和制造业务已逐步延伸至油气能源、矿业、水处理等其他行业。

图8：工业模块设计和制造产业链



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

对比传统建造模式，模块化建设在成本及质量控制，安全生产等方面具备突出优势，且有利于后续生产线的升级改造、维修检修和回收利用。

(1) 成本及质量控制方面：

成本及质量控制中，一是对于工期的节省。头部客户通常对于达产工期要求较为严苛，模块化制造能够在受控厂房内实现快建快生产，有效节约项目工期，进行成本质量控制，帮助业主抢占市场、收回投资。

首先，传统建设工程需要先完成建筑工地土建，再进行上方工厂管道建设，而模块化生产中由于工厂在异地车间预制，土建和管道建设可以同时进行，且不同模块可以同步建造，从而压缩建设工期；其次，由于模块预制在非现场且受控的厂房中进行，从而能够避免天气、环境等外界因素的影响，以公司承建的巴斯夫全球首套模块化化工装置

中的焊接工程为例，传统的装置建设往往在雨天需要暂停焊接工作，焊接管道每个工人一天焊接的寸径数为 20-25 寸，厂房内则不受这些因素的干扰，在制作焊接量达到每人每天 50-60 寸的同时，温度、湿度也得到了控制，从而实现节省工期、提高工程质量。

图9：利柏特部分代表项目及建设工期



浙江拓端年产2.1万吨高端光学新材料项目（一期）
工期：13个月



巴斯夫漕泾基地抗氧化剂装置
工期：10个月



中化蓝天霍尼韦尔Super-3项目
工期：18个月

数据来源：公司官网，公司微信公众号，东吴证券研究所

除工期节省外，由于模块化制造通常能够在更优良的厂区环境中实施集中生产，工作内容相对固定明确，从而能够提高大型装置的制造质量，且更好地对在建项目进行成本控制。以中国石油承建的新疆独山子石化分公司 8 台 15 万吨乙烯裂解炉为例，相比现场安装模式，模块化在几乎各个环节均大幅提升效率，并节省了人员和场地设施成本，平均单台裂解炉建造施工成本减少约 260 万元。

表1：8 台 15 万吨乙烯裂解炉现场制造与模块化制造资源消耗对比

项目	现场安装模式		模块化模式	
	数量	时长	数量	时长
人力	安装工 450-700 人	22 月	安装工 350-450 人	9 月
	筑炉工 150-280 人	10 月	筑炉工 80-120 人	6 月
	仪电工 60-100 人	8 月	仪电工 40-60 人	4 月
	其他（保温、防腐、架子）150-460 人	10 月	其他（保温、防腐、架子）60-100 人	6 月
吊车	450 吨履带吊 3 台	18 月	800 吨龙门吊 1 台	5 月
	250 吨履带吊 1 台	12 月	200 吨龙门吊 2 台	5 月
	600T.M.塔吊 3 台	22 月	600 吨履带吊 1 台	5 月
脚手架杆	规格 9187 米*8 台，共 7.3 万米	18 月	规格 1460 米*9 台，共 1.3 万米	1-6 月
	规格 2200 米*8 台，共 1.76 万米	1-6 月	规格 1500 米*9 台，共 1.35 万米	1-6 月

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

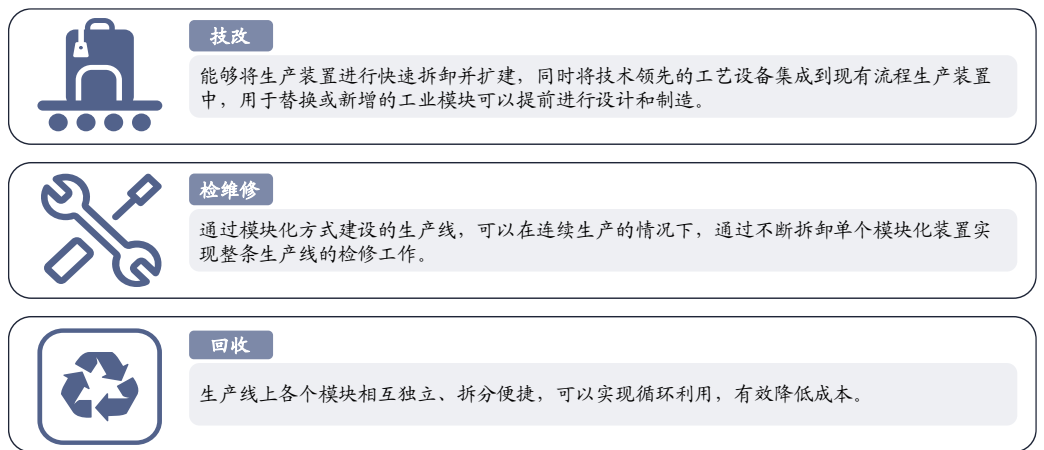
(2) 安全生产方面：

模块化生产模式可减少安全和污染隐患，提高施工安全性。模块化制造的模式能够避免现场建设过程中交叉施工的现象，并通过先进的仪器和技术手段完成大型装置的检测，大幅提高项目建设的安全生产系数。在巴斯夫全球首套模块化化工装置中，公司完全免去了固定脚手架。只是在需要的时候使用了移动脚手架，并且车间内还能进行管道自动焊接，没有烟雾、减少噪音，机床切割的铁屑还实现了再利用。

(3) 后续生产线升级改造、维修检修和回收利用方面:

模块化设备技改、检修比传统设备效率更高。升级改造方面，模块化为工业企业提供了更多可能性，企业可以像搭积木般将不同功能的工业模块组装成新的生产装置，随着市场需求不断增加或工艺路线的革新，能够将生产装置进行快速拆卸并扩建，同时将技术领先的工艺设备集成到现有流程生产装置中，用于替换或新增的工业模块可以提前进行设计和制造，从而大幅降低扩产或技改所需的停工时间。**检修维修方面**，通常工业企业对整条生产线停工检修需要耗费大量时间及成本，而通过模块化方式建设的生产线，可以在连续生产的情况下，通过不断拆卸单个模块化装置实现整条生产线的检修工作。**回收利用方面**，生产线上各个模块相互独立、拆分便捷，可以实现循环利用，有效降低成本。扩产、技改、检修以及回收利用等方面的高效率将推动工业模块渗透到其他固定资产投资较大的行业领域。

图10: 模块化有利于生产线技改、检维修以及回收



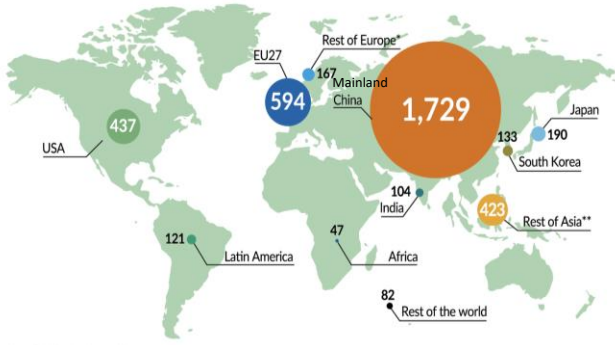
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 化工龙头加速来华投资，老龄化、人工成本上行带动模块化渗透率提升

全球化学品销售额增长，中国是主要市场。根据欧洲化学工业委员会 CEFIC 的相关统计数据，2021 年全球化学品的销售额为 40260 亿欧元，相较 2020 年的 34940 亿欧元同比增长 15.2%。2021 年，中国大陆的化学品销售额为 17290 亿欧元，是全球最大的化学品生产地区，占 2021 年全球化学品销售额的 43%。

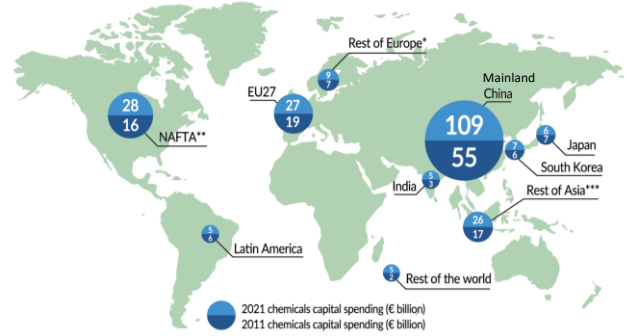
化工资本开支不断增长，同期中国大陆增速领先全球。从绝对值来看，2021 年全球化工行业投资达到 2253 亿欧元，较 2011 年 1393 亿欧元增长 62%。其中，2021 年中国大陆贡献了全球投资的 48%，高于 2011 年的 40%。从增速来看，2011-2021 年全球/中国大陆化工资本开支年复合增长率分别为 4.47%/6.42%。化工行业的全球格局正在迅速变化，中国正在超越欧洲、北美自贸区、韩国和印度等其他经济体，从石油和化工“大国”迈向“强国”，在技术创新和贸易上处于领先地位，在国际市场上占据主导地位。

图11: 2021年全球化学品销售额 (十亿欧元)



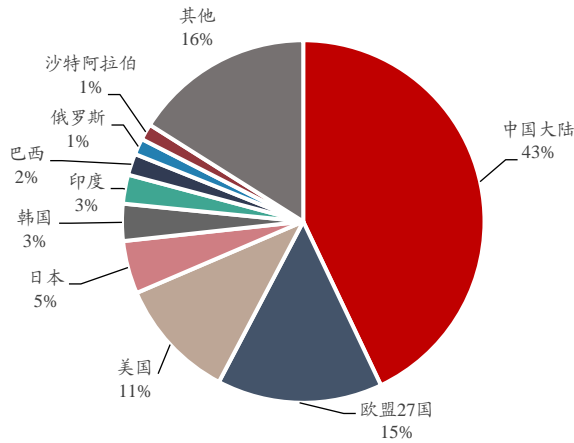
数据来源: CEFIC, 东吴证券研究所

图12: 2011/2021年全球化学品资本开支 (十亿欧元)



数据来源: CEFIC, 东吴证券研究所

图13: 2021年全球化学品销售额占比



数据来源: CEFIC, 东吴证券研究所

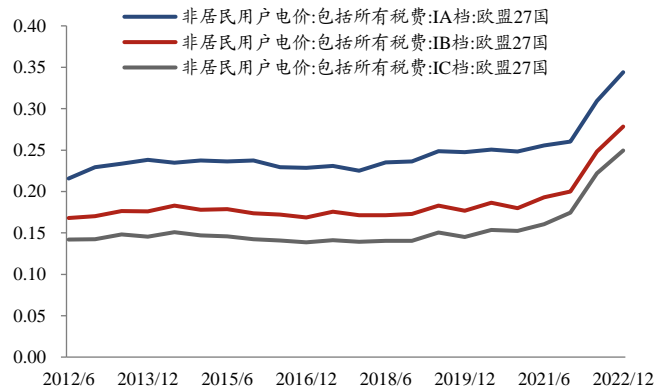
得益于深厚的技术优势以及低价的俄罗斯能源, 欧洲化工企业在全球化工行业中扮演重要角色。但随着俄乌冲突引发的能源价格波动, 不少化工巨头加大在中国的项目投资。巴斯夫、科思创、PPG 等化工龙头企业在中国陆续投产, 重金投入将拉动我国化工市场, 带来市场同步提升。

图14: 欧洲天然气商品价格 (美元/百万英热单位)



数据来源: 世界银行, Wind, 东吴证券研究所

图15: 欧盟 27 国电价 (欧元/kwh)



数据来源: 欧盟统计局, Wind, 东吴证券研究所

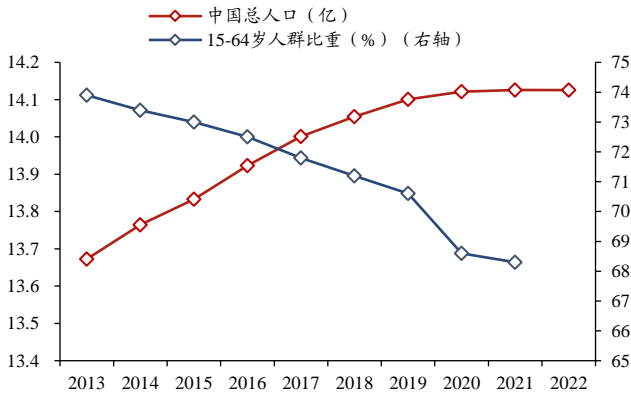
表2: 全球化工龙头在中国投资情况

企业名称	投资项目
科思创(德国)	2023年2月23日,科思创宣布将在广东珠海投资数亿欧元,建造其最大的热塑性聚气醋(TPU)生产基地,这也是该公司TPU业务的最大投资项目。
巴斯夫(德国)	2022年7月19日,巴斯夫公司宣布将在中国湛江市全面推进一体化基地项目。计划到2030年向中国广东湛江投资100亿欧元(约合700亿人民币)。
默克(德国)	中国首个OLED材料生产基地正式在上海浦东金桥落成并投入运营。
英力士(瑞士)	2022年7月28日,英力士和中国石化签署了一系列的合作协议,双方将共同发展高端化工领域。
壳牌(英国)	2022年9月13日,中海壳牌惠州三期乙烯项目(简称三期乙烯项目)在中国、英国两地“云签约”。
道尔达(法国)	道达尔能源中国与海南国际经济发展局以视频方式签署合作备忘录,携手推进清洁能源业务和技术在海南的发展。
科思创(德国)	德国材料制造商科思创在上海新建两座工厂,扩大水性聚气醋分散体(PUD)和聚气醋弹性体的生产能力。
英威达(美国)	安徽吴源化工集团拟与英威达、康泰斯公司合作建设年产40万吨尼龙66连续聚合生产线。
赢创(德国)	宣布升级其位于上海莘庄工业园的研发基地,并正式更名为“赢创上海创新园”。升级后,上海创新园将集基础研究、产品开发、工艺开发、实验工厂、应用技术、测试分析服务和风险投资活动于一体。
阿克苏诺贝尔(荷兰)	宣布其位于上海松江的装饰漆华东物流基地正式动工,该物流基地投资规模约7500万元,坐落于上海松江装饰漆工厂,预计建成后将成为阿克苏诺贝尔全国最大的物流基地。
PPG(美国)	PPG在华全资子公司PPG涂料(张家港)有限公司三期项目投资总额7500万美元(约合人民币5.33亿元),占地174亩,项目达产后将形成年产14.5万吨高性能涂料和5000吨PVC密封胶的生产能力。
LG化学(韩国)	韩国动力电池企业LG化学(LGChem)表示,已收购中国第三大铜箔制造商九江德福科技价值400亿韩元(约合2亿元人民币)的股票,以确保核心电池材料的稳定供应。
SK化学(韩国)	韩国化学企业SK化学(SKchemicals)表示,以230亿韩元(约合1.15亿元人民币)收购中国聚醋废料回收商树业环保公司10%的股权。

数据来源:各公司官网,东吴证券研究所

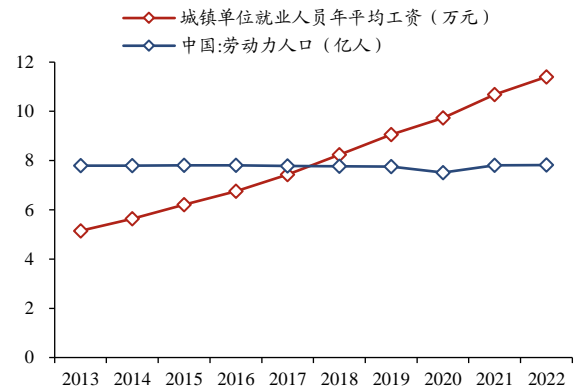
模块化建设可降低劳动力成本,渗透率有望不断提升。工业模块生产拼装可以在条件较好的厂房内进行,生产更不容易受到影响,进一步缩短工期,在人力成本逐渐上升的背景下价值或进一步提升。2013-2022年,中国15-64岁人群比重由73.90%下降至68.30%,劳动年龄人口的减少等因素造成制造业人力成本不断上升,城镇单位就业人员平均工资由5.15万元/年上升至11.40万元/年,采用模块化建设进一步提高工人工作效率、缩短工期,降低劳动力成本,渗透率将不断提升。展望未来,公司作为专注垂直领域的工业模块生产商,将充分受益于模块化建设渗透率提升。

图16: 我国劳动年龄人口数量不断下降



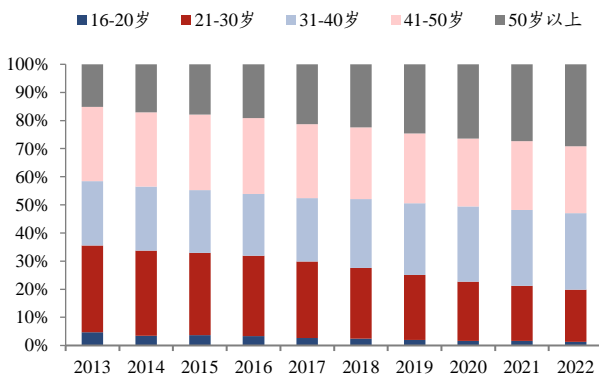
数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

图17: 我国城镇劳动力成本不断上升



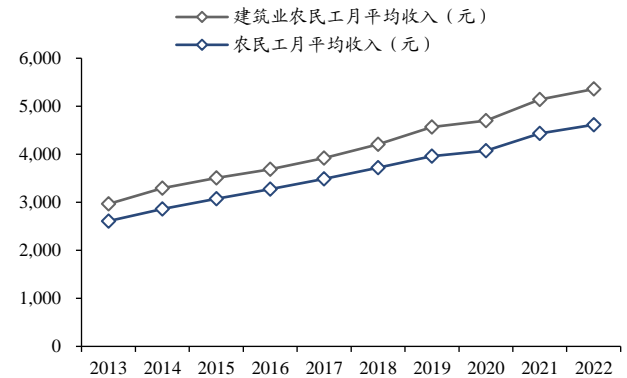
数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

图18: 我国农民工年龄结构情况



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

图19: 我国农民工人工成本不断上升



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

2.3. 欧美企业技术领先, 国内少数企业具备大型模块化能力

工业模块设计和制造业为技术型行业, 对过往业绩和资质较为看重, 新进入者需要**面临较高的进入壁垒**。首先, 工业模块在设计阶段需要将大型装置设计拆解成数个模块, 或将多个相关工艺流程中的设备及管路集成至单个大型模块, 在模块制造阶段, 涉及钢结构制造技术、管道制造技术、防腐及保温技术、无损检测技术、焊接及热处理技术、电气安装和调试技术、计算机软件技术、激光扫描预拼装技术、现代机械制造、自动控制技术等多项技术, 需要企业对于下游行业有较深的理解; 其次, 由于化工行业固定投资较大, 对定制化产品的试错成本较高, 出于最大限度降低项目风险的考虑, 客户会选择近期承接过相同或相似类型产品的供应商, 形成项目业绩和口碑壁垒; 此外, 承接模块化项目需要取得相关的资质认证, 且前期需要较大的资金投入, 项目建设过程中也需要充足的流动资金。

表3: 工业模块设计及制造业进入壁垒

进入壁垒	说明
大型项目业绩、行业口碑和品牌壁垒	<ul style="list-style-type: none"> 化工行业的固定资产投资较大，因此在设计和制造大型装置时，首要考虑的是安全性 由于为客户提供的产品是定制化产品，定制化产品的非标准化特征使客户难以判定供应商或承包商是否可以按照要求按时保质提供。出于最大限度降低项目风险的考虑，客户通常首要关注的是产品供应商或项目承包商的过往业绩，尤其是供应商或承包商是否在近期内承接过相同或相似类型的产品或项目以及是否如期、安全、保质的完成 过往成功的大型项目业绩及其所形成的公司品牌和行业口碑是行业新进入者的主要壁垒之一，且具备大型项目业绩及公司品牌和行业口碑的公司更易渗透到其他固定资产投资较大的行业领域
设计和制造壁垒	<ul style="list-style-type: none"> 工业模块多为大型定制化的产品，涉及结构、材料、电气、暖通、消防、控制等多个工程学科，并需要具备对大型装置工艺流程的深刻理解，具有较高的技术门槛 设计过程中需要综合应用到结构设计、三维建模、总装、管道应力计算、吊装运输等多方面设计技术，相关技术及其综合应用能力需要在项目实践中不断完善和提升 制造过程涉及钢结构制造技术、管道制造技术、防腐及保温技术、无损检测技术、焊接及热处理技术、电气安装和调试技术、计算机软件技术、激光扫描预拼装技术、现代机械制造、自动控制技术等多项技术 工业模块的设计和制造的技术要求对新进入者形成一定的壁垒
项目管理壁垒	<ul style="list-style-type: none"> 工业模块设计和制造项目大多为复杂的系统性项目，项目管理贯彻项目的承接、设计、制造、试车、交付等项目全过程，要求公司具备统筹管理、分工明确、衔接紧密的流程体系 项目执行过程中需要严格遵照设计方案和各项制度体系，相关制度体系根据执行过程中的经验总结不断完善提升 项目管理能力是行业新进入者的壁垒之一
资质壁垒	<ul style="list-style-type: none"> 面向国际市场的工业模块设计和制造需要取得一定的资质认证，例如美国机械工程师协会 ASME 认证、欧盟焊接质量管理体系 EN 认证、加拿大焊接协会 CWB 焊接体系认证、韩国气体安全公社 KGS 认证等 严格的资质审核对行业新进入者形成了较高的资质壁垒
资金壁垒	<ul style="list-style-type: none"> 工业模块制造所需设备、设施、场地投入大，例如，制造时使用的大型吊装设备、模块制造总装的场地等设施均需要较大的资金投入 为满足客户的定制化需求，需在前期投入大量资金进行系统规划设计，且部分大型化、批量化模块制造项目合同金额较大、制造期间长，在生产制造过程当中需要使用大量的原材料和设备，导致对流动资金需求较大 新的行业进入者需要一定规模的资金支持，否则很难进入该行业

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

自上世纪 60 年代以来，模块化技术在美国、俄罗斯、日本等国得到了迅速发展，并逐步向其他行业领域扩展，历经多年发展，欧美企业在核心工艺、专利技术和设计等方面占据优势地位。总体来看，行业内欧美企业的技术实力雄厚，业务以工艺较为复杂的大型装置模块为主，掌握先进的设计和制造技术，具备较强的总装、调试能力。

目前，国内已经出现少量具备大型装置工业模块设计和制造能力的企业。随着一带一路的发展，越来越多的国内企业开始涉足海外的项目，出于对当地政策了解的缺乏，这些企业更倾向于使用国内的模块制造企业作为总承包商，采用在国内进行模块预制后运送至海外现场组装的方式进行项目建设。由于我国在技术工人的数量和成本、大型建

造场地及设施的齐备性、基础配套设施的完善性等诸多模块制造相关条件上具有竞争优势，越来越多的海外企业模块化项目选择在中国执行。随着项目建设不断向模块化发展，越来越多的国内企业认识到这一模式的重要性和优越性，行业将在迎来广阔的发展机遇的同时迎来更加激烈的竞争。

表4: 公司主要竞争对手情况

公司	简介	主要产品和服务
上海燕达建设有限公司	专业化模块建造及一体化解决方案承包商，主要从事石油天然气、能源、化工、矿业、海洋工程、水处理、电子、医药及食品等工程建设领域的各类工艺及管廊模块制造与组装、各类设备撬块制造及组装，管道预制，压力容器制造、冷箱制造、控制室及电气模块制造等业务。	<ul style="list-style-type: none"> 抗氧剂装置模块、石油催化重整模块、矿石筛选模块、水处理模块等 为林德气体、普莱克斯等公司生产制造冷箱、模块及配件，产品出口墨西哥、印度等十几个国家和地区
日本森松工业株式会社	致力于不锈钢及碳钢压力容器、常压反应、贮存、热交换器设备的制造、安装和研究开发。下游客户涉及建筑、化工、医药、制酒、食品行业	<ul style="list-style-type: none"> 传统压力设备、模块化压力设备等 在华设立了子公司上海森松压力容器有限公司，为海洋工程、制药等行业提供模块化服务
博迈科 (603727.SH)	专注于国际市场的专业模块服务公司，致力于海洋油气工程、液化天然气 LNG 和矿业为主的各类模块设计和集成制造	<ul style="list-style-type: none"> 液化天然气模块、海洋油气开发模块、矿业开采模块等 为国际高端能源和矿业等客户提供服务
卓然股份 (688121.SH)	大型石油化工装备集成服务商，通过技术研发创新以及全产业链融合的投资发展，创造了石油化工行业设备的集成化、模块化供货，在石油化工装备模块化制造、装置智能化运维等创新应用领域多维发展	<ul style="list-style-type: none"> 乙烯装置、炼油装置、化工装置 供应与服务项目分布于华北、华东、东北、华中、华南、西南与西北地区多个省份与直辖市、遍布亚洲、欧洲、北美洲、非洲等多个国家和地区

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3. 公司：专注工业模块领域，产业链不断延伸

3.1. 资质、专利、技术人员为公司开展业务提供底层支持

公司具备在国际及国内开展相关业务的必要资质。在国际市场，公司拥有国际通行的美国机械工程师协会“ASMEU”、“ASMES”资质认证证书，大部分国家对相关产品适用或参考该认证；此外公司还拥有欧盟焊接质量管理体系 EN 认证、加拿大焊接协会 CWB 焊接体系认证、韩国气体安全公社 KGS 认证等国际认证资质，能够覆盖全球大多数国家和地区对工业模块的准入要求。在国内市场，公司拥有《工程设计资质证书（化工石化医药行业甲级；建筑行业（建筑工程）甲级）》及压力管道、压力容器的设计和制造等相关资质，可以根据客户需求为其提供定制化服务。资质审核过程需要对企业的生产环境、工艺、设备等进行现场评估，对行业新进入者形成了较高的资质壁垒。

表5: 公司开展业务相关资质认证

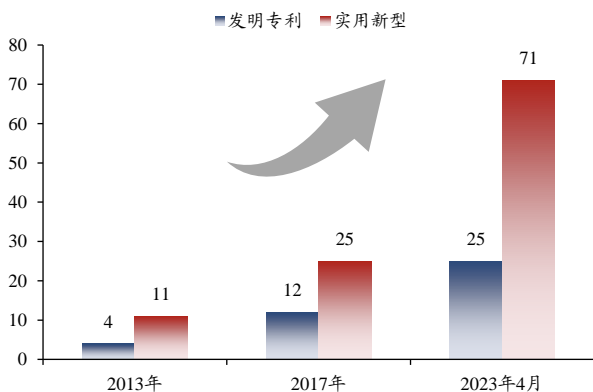
资质	内容	生产经营影响
国内市场		
特种设备生产许可证	获准从事以下特种设备生产活动: 许可项目: 承压类特种设备安装、修理、改造, 许可子项目: 工业管道安装 (GC1)	根据《中华人民共和国特种设备安全法》、《特种设备安全监察条例》等的规定, 在取得特种设备设计许可证以及特种设备生产许可证后方可从事相关生产活动。发行人从事工业模块制造业务, 压力容器、工业管道等特种设备是模块的组成部分之一, 发行人相关业务活动包含压力容器、工业管道等特种设备的设计、制造、安装等。
特种设备制造许可证 (压力容器)	获准从事下列压力容器的制造: A2 级, 固定式压力容器类别, 第三类压力容器品种	
特种设备设计许可证 (压力管道)	获准从事下列压力管道的设计: GB1、GB2 级公用管道, GC1 (1) (2) (3) 级工业管道	
特种设备生产许可证 (压力容器)	获准从事下列特种设备生产活动: 许可项目: 压力容器设计, 许可子项目: 固定式压力容器规则设计	
工程设计资质证书	化工石化医药行业甲级; 建筑行业 (建筑工程) 甲级	根据《建筑业企业资质管理规定》, 工程设计资质证书是从事工程设计业务的必备资质; 施工总承包资质是从事施工总承包的必备资质, 可以对所承接的施工总承包工程内各专业工程全部自行施工, 也可以将专业工程或劳务作业依法分包给具有相应资质的专业承包企业或劳务分包企业; 拥有工程设计资质或施工总承包资质的企业, 可以承接工程总承包业务
工程设计资质证书	市政行业 (城镇燃气工程专业) 乙级	
建筑业企业资质证书	石油化工工程施工总承包二级; 建筑工程施工总承包三级; 机电工程施工总承包三级; 钢结构工程专业承包三级; 施工劳务企业资质劳务分包不分级	
安全生产许可证	许可范围: 建筑施工	根据《安全生产许可证条例》, 企业取得安全生产许可证后, 方能开展建筑施工业务。
特种设备生产许可证	获准从事以下特种设备生产活动: 许可项目: 承压类特种设备安装、修理、改造, 许可子项目: 工业管道安装 (GC1)	根据《中华人民共和国特种设备安全法》、《特种设备安全监察条例》等的规定, 在取得特种设备生产许可证后方可从事相关生产活动。发行人从事工程服务, 包括工业管道的安装。
辐射安全许可证	--	根据《中华人民共和国放射性污染防治法》和《放射性同位素与射线装置安全和防护条例》等法律法规的规定, 经审查准予在许可种类和范围内从事相关工作。发行人从事金属探伤等涉及使用放射源设备必须取得辐射安全许可证。
排污许可证	--	根据《固定污染源排污许可分类管理名录 (2019 年版)》, 工业模块设计和制造业务属于名录中规定的需要取得排污许可证之行业。
国际市场		
报关单位注册登记证书	--	办理本企业进出口产品报关业务必须取得该证书。
ASME U 认证证书	压力容器制造认证	出口美国、加拿大、韩国、非洲、南美洲等执行 ASME 标准的国家的压力容器、压力管道、动力锅炉必须取得 ASME 证书, 同时国际上大部分国家的压力容器标准均使用或参考 ASME 标准。
ASME S 认证证书	动力锅炉制造和集成认证	
EN1090-1 认证证书	焊接质量认证	

EN1090-2 认证证书	焊接技术认证	出口欧盟市场涉及钢结构的产品，必须取得 EN 证书。
EN ISO 3834-2 认证证书	金属材料焊接认证	
KGS 认证证书	压力容器制造认证	出口韩国的压力容器，必须取得 KGS 证书。
CWB 认证证书	钢结构预制件及模块向加拿大出口认证	所有向加拿大市场销售的涉及钢结构的产品，必须取得 CWB 证书。
TSSA 认证证书	管道的预制、组装、维修认证	出口加拿大安大略省的承压管道需取得 TSSA 认证证书。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

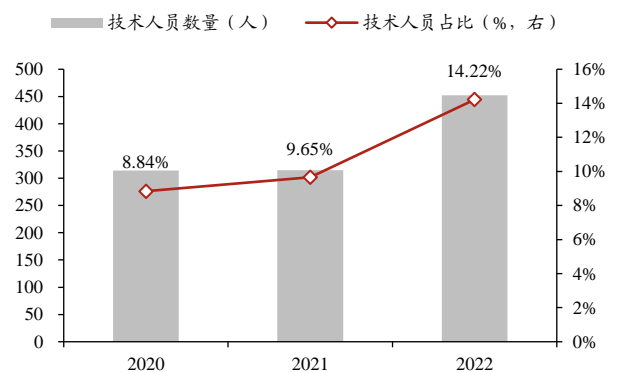
加强研发夯实核心竞争力，专利数量、技术人员数量及占比逐年提升。公司自设立以来一直将模块化制造技术的研发和应用作为提升公司核心竞争力的关键，2022 年公司研发费用为 2027.8 万元，共申请专利 20 项，其中发明专利 5 项，实用新型专利 15 项；截至 2023 年 4 月，公司共拥有有效专利 96 项，其中发明专利 25 项，实用新型专利 71 项。较 10 年前均实现较大提升；技术人员的行业经验、专业知识和技术积累是公司持续高质量执行业务的关键，截至 2022 年末，公司共拥有技术人员 452 人，在总员工数量中占比 14.2%。

图20：公司发明专利与实用新型专利数量情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21：公司技术人员数量及占比

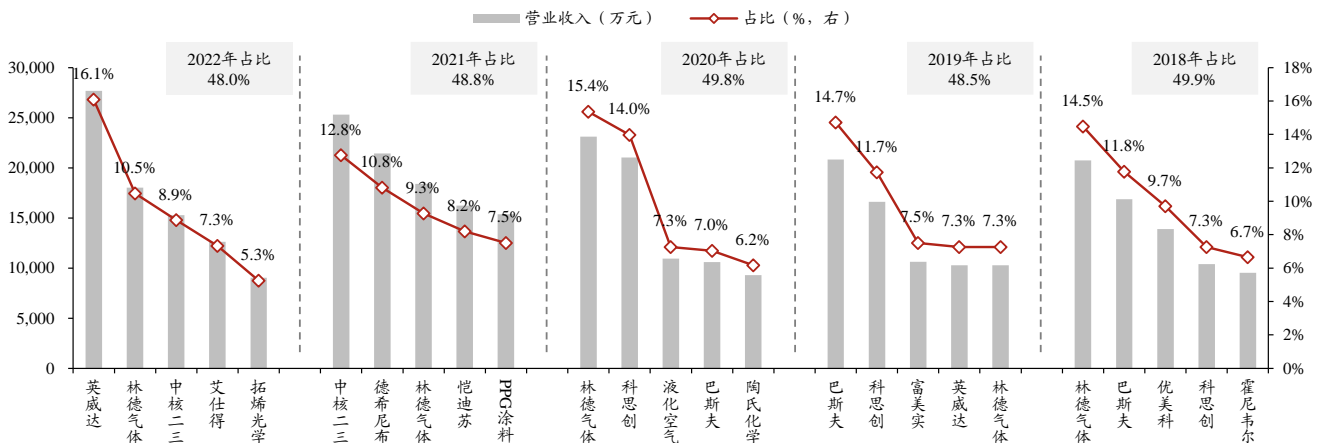


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 与全球知名客户深度绑定，生产基地兼顾成本与区位优势

公司客户多为行业知名的跨国企业，与客户建立稳定合作关系。公司是国内少数具备大型工业模块设计和制造能力的企业，深耕行业多年，积累了众多工业模块的设计技术和经验，能够充分考虑大型装置的工艺要求和业主自身的标准规范进行定制化设计。公司在不断为众多化工行业的高端客户提供服务的同时，进一步积累相关设计和制造的技术及经验、提高行业知名度、优化人才梯队，已成功将业务延伸到油气能源、矿业、水处理等多个行业，与行业新进入者相比，公司具有更强核心竞争力，可以获得龙头企业更多高质量订单。公司已与巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔、科思创、优美科、陶氏化学、英威达、液化空气等数十家企业建立了长期稳定的合作关系，项目质量获得广泛认可，前五大客户营收占比多年达到45%以上。

图22: 利柏特前五大客户营收及占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表6: 公司代表客户主要项目情况

客户	主要项目情况	项目内容
富美实	Bessemer City LiOH Expansion Project	为富美实位于美国的项目所制造的用于氢氧化锂加工的工艺模块
	Los Patos Water Treatment Plant Project	为富美实位于阿根廷项目所制造的水处理装置模块
科慕公司	Jesup Mineral Sands Mine Development Project	为科慕公司制造的用于矿石筛选和精制的工艺模块
林德气体	40079FG 1st M3800 cold box	为林德气体所制造的用于空气分离的冷箱模块
	19013FG Interconnecting Modules Project	为普莱克斯位于美国的项目所制造的空气分离装置配套的管廊模块
	21952FGT2700 Plant#2 cold box	为林德气体所制造的用于空气分离的冷箱模块
杭氧股份	广西钦州华谊能源化工配套空分项目机电安装工程	为林德气体新建的化工厂提供机电安装施工服务
	浙石化二期 KOT10N	为杭氧股份浙石化项目所制造的用于空气分离的冷箱模块
霍尼韦尔	浙石化 KOT08 冷箱模块项目	为杭氧股份浙石化项目所制造的用于空气分离的冷箱模块
	Dangote CCR R060 Module Fabrication Project	为霍尼韦尔向尼日利亚石油公司提供的催化重整装置所制造的工艺模块
中化蓝天霍尼韦尔	KNPC PSA SKID Project	为霍尼韦尔向科威特国家石油公司提供的变压吸附器所制造的工艺模块
	中化蓝天霍尼韦尔 Super-3 项目	为中化蓝天霍尼韦尔建设生产发泡剂生产线项目提供 EPC 服务
巴斯夫	BASF MDI 1 Chamber Project	为巴斯夫在美国的 MDI 扩建计划所制造的 MDI 装置预制件
	BASF AO and Infra Project (MIRA)	为巴斯夫位于上海的项目所制造的抗氧剂生产及配套设施装置模块, 系巴斯夫全球范围内第一套模块化装置
	BASF Debromination Project	为巴斯夫位于美国的除溴项目制造的工艺模块
	巴斯夫 MIRA GC2 项目	为巴斯夫抗氧剂生产及配套设施二期项目提供地基基础工程、机电安装等工程施工服务
液化空气	ITER LN2 Project	为液化空气位于法国的 ITER 项目用于生产氮气和氦气的低温工艺模块
	Moerdijk LMA 4.2	为液化空气位于荷兰的项目用于空气分离的冷箱模块
GYGAZ SNC	ARCTIC LNG 2 PROJECT	为 GYGAZ SNC 位于俄罗斯的大型液化天然气项目制造管廊模块

科思创	科思创 HCL 气体回收利用项目	为科思创 HCL 气体回收利用项目提供 EPC 服务
易高	张家港易高表面活性剂扩建项目	为张家港易高表面活性剂扩建项目提供 EPC 服务
陶氏化学	张家港陶氏树脂项目	为陶氏化学年产 1.2 万吨有机硅树脂扩建项目提供机电安装工程服务
英威达	英威达尼龙 6,6 聚合物扩建项目	为英威达年产 5 万吨尼龙 6,6 聚合物扩建项目提供 EPC 服务
优美科	江门优美科龙项目	为优美科工厂公用工程及新建四条生产线提供管道、设备、电气、仪表等工程施工服务
润英联	润英联张家港罐区扩建及产品调整技术改造总承包项目	为润英联张家港罐区扩建及产品调整技术改造总承包项目提供 EPC 服务
帝斯曼	靖江帝斯曼蓝天项目	为帝斯曼 VOC 综合治理改造项目提供管道、设备、电气、仪表等工程施工服务
空气化工	空气化工净化装置安装施工项目	为空气化工新建空气分离项目提供机电安装服务

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

重大在手订单为公司未来 3 年业绩提供支撑，与巴斯夫湛江项目深度绑定有望持续受益。2022-2023Q1 公司共公告 7 项重大项目合同，包括 3 个模块制造合同，2 个总承包合同，其中英威达总承包合同包含模块化内容。公司的项目执行周期一般为 10-18 个月，周期长的大型项目需要 2-3 年，截至二季度末在手重大项目签约合同金额累计超 41 亿（2022 年营业收入 17.2 亿），预计将在 2023 年下半年-2025 年年底陆续实现交付，为未来 3 年业绩释放提供了压舱石作用。

公司 2022 年签订的重大合同中 3 个与巴斯夫湛江一体化基地项目挂钩，该基地是中国重化工领域的首例外商独资项目，也是巴斯夫最大的海外投资项目该基地建成后将成为巴斯夫在全球的第三大一体化生产基地，预计 2030 年全部建成，投资总额预计达 100 亿欧元；公司自 2019 年助力巴斯夫完成其全球第一套模块化化工项目后，与巴斯夫建立了稳定的合作关系，在湛江基地中承接合同额已经达 20-27 亿，后续随着基地建设持续推进，公司有望持续受益。

表7：公司重大在手订单情况

时间	合同名称	合同类型	履行期限	合同金额
22Q1	英威达聚合物三期扩建项目总承包合同	EPFC 总承包	2022 年 1 月-2023 年 12 月	12.9 亿元
22Q2	为 YINSON FPSO 提供模块 M01、M02、M20、M40 和 M41 的施工分包合同	模块制造	2022 年 4 月-2023 年 9 月	3150 万美元
22Q3	巴斯夫（广东）一体化项目中央罐区化学品罐区和装车站工程设计、采购、施工总承包合同	EPC 总承包	2022 年 7 月-2025 年 6 月	15-20 亿元
22Q4	雅保年产 5 万吨氢氧化锂锂电池材料项目 A8XZ-40-K022 湿法区及部分公用工程机电安装合同	机电安装	2023 年 10 月前完成	1.8 亿元
23Q1	巴斯夫 MDI3 项目模块制造合同	模块制造	2025 年第一季度前交付	5000-6500 万美元
	巴斯夫（广东）一体化项目乙烯区 PAR 模块合同	模块建造	期限约 18 个月	2-2.5 亿元
23Q1	巴斯夫（广东）一体化项目土建安装综合工程 B 标段施工承包合同	工程施工	期限约 27 个月	4-4.5 亿元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司生产基地坐落优势区位，有助于项目承接、模块发运等。公司目前拥有三个生产基地，张家港保税区基地主要定位于模块配套的压力容器、管道、钢结构以及小型模块制造；张家港重装园区基地主要定位于大型模块的制造和总装，该基地靠近港口，可大幅减少模块出口前的发运成本；广东湛江基地主要定位于大型工业模块的制造和总装以及管道预制，2019年湛江经开区发布了《湛江东海岛石化产业园产业发展规划》草案，将依托中科炼化和巴斯夫项目，延伸乙烯、丙烯和芳烃三大产业链，打造高档涂料、车用材料、包装材料、集成电路化学品、高性能与特色功能材料等五大产业集群；目前湛江经开区全区工商企业超 10,000 家，拥有包括公司长期合作客户巴斯夫、液化空气、陶氏化学等在内的世界 500 强企业投资的工业项目，依托地域优势，利柏特可实现对客户的建设需求进行快速响应。

图23：利柏特生产基地区位优势布局情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 持续推进横向、纵向产业链延伸，业务广度和深度不断提升

公司专注于工业模块的设计和制造，业务涉及结构、材料、电气、暖通、消防、控制等多个工程学科，随着各行各业项目建设不断向模块化趋势发展，工业模块应用的广度和深度不断提升，公司的业务发展空间也将持续拓展。

EPFC 纵向产业链延伸，产业协同效应更具优势。公司 EPFC 全产业链环节可以进一步分解为工程总承包（EPC）、工程设计（E）、工程采购（P）、模块化（F）、工程施工（C）和工程维保。EPFC 全产业链涉及多个环节，每个环节所需的资产、人员等存在差

异，因而发行人设立了不同的子公司进行管理。公司在不断向国际知名客户提供全产业链环节的服务的过程中，积累了丰富的服务经验，熟知各类高端客户的设计、制造及施工的规范、标准和要求，为公司承接高端客户全产业链上各个环节业务提供了优势及保障。与不具备全产业链环节服务能力企业相比，在设计、模块制造、施工各单独业务环节、客户开发以及产业协同效应上具有竞争优势。



图24: 利柏特子公司业务定位

公司名称	发展定位	各公司之间的业务关系	与主营业务的对应关系
利柏特工程	主要负责公司的工程设计、工程总承包等工程服务业务，能够为客户提供定制化的项目建设服务	能够为发行人工业模块设计和制造业务提供设计服务；将部分EPC的施工环节分包给利柏特建设实施	工程服务业务运营主体之一
利柏特建设	主要负责公司的工程施工、工程维保等工程服务业务，能够为客户提供定制化的项目建设服务	承接利柏特工程EPC项目的施工；对于发行人境内的部分工业模块项目，提供安装服务	工程服务业务运营主体之一
里卜特设备	具备完备的采购体系，主要负责工程采购业务	为各类工程项目提供采购支持	工程服务业务运营主体之一
湛江利柏特	主要负责公司的工业模块制造	尚未投入运营，为募投项目实施主体，尚在建设当中	工业模块设计和制造业务运营主体之一

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

横向业务拓展摆脱单一行业依赖，充分受益各行业模块化渗透率提升。工艺模块的应用领域广泛，公司已具备将各类大型装置进行模块化的相关技术，目前公司生产的工艺模块已从化工行业延伸至油气能源、矿业、水处理等多个行业。通过与各类型客户合作的机会，丰富了公司的产品线和业绩，不仅降低了对单一类型客户的依赖，还增强了公司的核心竞争优势。同时，公司作为工业模块设计和制造行业的龙头企业，横向业务扩展可充分受益于各行业模块化渗透率提升。

表8: 公司分行业模块化产品案例

名称/用途	业务优势及特点	模块图示
抗氧剂装置模块 (应用于抗氧剂生产)	该装置中模块需要与工厂内公用设施进行无偏差对接，制造拼装精度要求高；同时该装置中包含有混凝土楼板，对于运输和吊装要求高。 该装置由10个模块组成，其中最大的模块尺寸为30米*11米*11米，重达375吨，合计重约2,400吨。	
催化重整模块 (应用于石油炼化工艺中的催化重整过程)	该装置是先进石油炼化工厂装置模块的典型代表，装置中不同材质管道数量多且排布紧密，模块制造的难度和精度要求极高。 该模块主体由4个子模块组成，整体模块70米*17米*8.5米，总重约860吨。	

气体分离模块
(产品原料混合气低温分离的主要设备之一)

该装置是目前国内最大单体整装冷箱模块，模块内部管道介质温度低至-196度，内部空间狭小，设备管路高，主要设备均布置于同一模块内，为行业内首次单体设计和制造的模块。
单体模块尺寸约 70 米*16 米*12 米，重达 1,100 吨；项目总重 4,800 吨。



空分装置模块
(应用于制氮、氧及其他其他)

该工艺流程相关装置高度模块化，相关设计可复制供重复投资；工艺集合度高，可用于多类别气体分离，对清洁度及质量控制要求高。
该装置由 7 个工艺模块和 7 个管廊模块组成，最大模块尺寸 28.25 米*7.1 米*6.65 米，最大模块重量 152 吨。



锂电模块
(应用于锂矿石的加工)

该装置为锂矿石加工工艺模块，模块布局紧凑，整体拼装精度要求高，装置划分为 55 个模块和 16 个模块辅助区域，整体拼装尺寸：58 米*30 米*23 米，总重量约 2,300 吨。



生物质快速热处理模块
(生物原料燃烧炼油)

该装置工艺为创新生物燃料生产，涉及工艺设备及材料种类繁多，工艺流程涉及高温，对模块的安装精度及消防等方面要求较高。
该装置由 11 个分模块组成，模块尺寸 15 米*16 米*7 米，合计重约 300 吨。



水处理模块
(应用于水体净化)

该装置将整个水处理车间进行模块化设计，涵盖水处理工艺全过程，由 46 个子模块组成，总体尺寸 40 米*33 米*13 米，总重约 900 吨



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

结合上文我们对于公司的分析，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 25.8/33.7/43.5 亿元，同比分别+50.1%/+30.3%/+29.1%，归母净利润分别为 1.8/2.6/3.5 亿元，同比分别+33.7%/+39.8%/+35.1%。盈利预测主要假设如下：

(1) 收入端：公司主营业务包括工业模块设计和制造、工程服务。(1) 工业模块设计与制造业务 2022 年受疫情影响收入同比出现下降，进入 2023 年公司积极推进工程进度，叠加 2022 年基数较低，预计全年营收将实现高速增长；2024-2025 年该部分收入将继续稳健增长。(2) 工程服务业务此前工程进度也一定程度上受到了疫情的拖累，预计 2023-2025 年将重回高速增长轨道。

(2) **利润端**: (1) **工业模块设计与制造业务**方面, 公司客户群体稳定, 前五大客户营收占比多年达到 45% 以上, 预计毛利率将保持稳定水平; (2) **工程服务业务**方面, 2022 年毛利率较高主要是由于下半年对前期受疫情影响项目的加速赶工, 预计 2023 年毛利率将较 2022 年有所回落, 但由于工程总承包业务中模块化占比提升, 因此毛利率将较 2021 年之前逐年提升。

(3) **费用端**: 预计公司期间费用率将保持稳定水平。

表9: 公司盈利预测主要假设及结果

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	备注与假设
工业模块设计和制造								
收入	万元	43,582	53,057	38,792	69,826	90,773	108,928	2022 年营收受疫情影响基数较低, 公司 2023 上半年营收高速增长, 且在手订单充足, 2023 全年模块业务增速较快; 2024-2025 年公司模块业务营收规模稳健增长;
yoy		16.8%	21.7%	-26.9%	80.0%	30.0%	20.0%	
成本	万元	33,459	42,378	30,993	55,791	72,528	87,033	
毛利额	万元	10,123	10,680	7,799	14,035	18,245	21,895	工业模块设计与制造业务毛利率基本稳定;
毛利率		23.2%	20.1%	20.1%	20.1%	20.1%	20.1%	
工程服务								
收入	万元	106,484	144,185	132,563	187,800	245,027	324,847	工程服务业务营收规模稳健增长;
yoy		2.3%	35.4%	-8.1%	41.7%	30.5%	32.6%	
成本	万元	90,973	126,057	106,879	159,735	207,420	273,451	
毛利额	万元	15,510	18,128	25,684	28,065	37,607	51,396	2022 年工程服务毛利率较高主要得益于公司下半年对前期受疫情影响的项目加速赶工, 2023 年之后毛利率将相比 2022 年出现回落; 但由于工程总承包业务中的模块化业务占比提升, 因此工程服务毛利率将较 2021 年之前有所提升;
毛利率		14.6%	12.6%	19.4%	14.9%	15.3%	15.8%	
利润表摘要								
营业收入	万元	150,544	198,307	172,112	258,383	336,558	434,533	2023 年毛利率相比 2022 年有所回落, 此后稳定提升;
yoy		6.3%	31.7%	-13.2%	50.1%	30.3%	29.1%	
营业成本	万元	124,519	168,654	138,028	215,677	280,100	360,636	
毛利额	万元	26,025	29,654	34,084	42,706	56,458	73,896	公司期间费用率水平基本稳定;
毛利率		17.3%	15.0%	19.8%	16.5%	16.8%	17.0%	
销售费用率		1.0%	0.9%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	
管理费用率		6.1%	5.8%	7.0%	5.5%	5.0%	4.8%	
研发费用率		1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	
财务费用率		0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	
归母净利润	万元	10,420	10,945	13,709	18,328	25,621	34,623	
yoy		4.4%	5.0%	25.3%	33.7%	39.8%	35.1%	
归母净利率		6.9%	5.5%	8.0%	7.1%	7.6%	8.0%	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.2. 投资建议

根据公司主营业务的开展情况, 我们选取可比公司如下:

(1) **卓然股份**: 大型炼油化工专用装备模块化、集成化制造的提供商, 产品体系涵盖石化专用设备、炼油专用设备和其他产品及服务三大业务板块, 完成了“炼化一体化”全覆盖, 可实现相关炼油化工专用设备的“一站式”工厂化生产; 申万分类为“机械设备——专业设备——能源及重型设备”;

(2) **东华科技**: 业务主要包括化工、环境治理及基础设施等工程业务, 环境设施运营及高端化学品生产等实业务; 申万分类为“建筑工程——专业工程——化学工程”;

(3) **三联虹普**: 为合成纤维及其原材料行业提供工程技术整体解决方案, 可提供提供集工程化、自动化和数字化于一体, 涵盖企业全生产价值链的一站式“交钥匙”工

程解决方案及服务；申万分类为“建筑工程——专业工程——化学工程”；

(4) 中工国际：公司主营业务是国际工程总承包，近年来完成了数十个大型交钥匙工程和成套设备进出口项目，业务领域涉及交通运输、市政建设、水利工程、电力工程、建筑材料、食品加工、轻工纺织、电信、石油化工、农业机械与工程设备等领域；申万分类为“建筑工程——专业工程——国际工程”。

截至 2023 年 9 月 12 日，利柏特市盈率（TTM）水平低于可比公司平均。利柏特是国内少数具备大型工业模块设计建造能力的企业，客户多为化工行业知名的跨国企业，与巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔等客户建立稳定合作关系，重大在手订单量为公司未来 3 年业绩提供支撑，且有望持续受益于与巴斯夫湛江项目的深度绑定。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.8/2.6/3.5 亿元，截至 9 月 12 日收盘价对应市盈率分别为 23.2/16.6/12.3 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表10：可比公司估值表（截至 2023 年 9 月 12 日）

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	归母净利润(亿元)				市盈率			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
688121.SH	卓然股份	50.5	32.3	1.8	3.9	6.2	8.4	28.1	13.0	8.2	6.0
002140.SZ	东华科技	64.5	19.7	2.9	3.4	4.2	5.1	22.4	18.8	15.5	12.7
300384.SZ	三联虹普	53.1	20.1	2.4	3.2	4.2	5.3	22.1	16.6	12.8	10.0
002051.SZ	中工国际	128.6	36.0	3.3	4.5	5.7	7.2	38.5	28.8	22.5	18.0
	平均值		27.0					27.8	19.3	14.7	11.7
605167.SH	利柏特	42.5	22.4	1.4	1.8	2.6	3.5	31.0	23.2	16.6	12.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

备注：利柏特、三联虹普盈利预测来自东吴证券研究所，其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

(1) 在手订单推进不及预期。公司模块化业务和工程服务按进度确认营业收入，若在手订单推进不及预期，将影响公司收入增速。

(2) 海外化工龙头来华投资不及预期。公司与巴斯夫、英伟达等海外化工龙头建立了稳定的合作关系，且湛江基地毗邻的湛江经开区拟长期吸引外资进入、打造产业集群；若海外化工龙头来华投资不及预期，将影响公司新签订单规模的增长。

(3) 模块化生产方式渗透率提升不及预期。工业模块化生产是一种新型生产方式，有助于节省资源、人力，提升建造效率，渗透率有望提升；但若考虑到运输成本等增加，渗透率提升不及预期，将影响公司主营业务的市场需求。

利柏特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,541	2,486	3,245	4,294	营业总收入	1,721	2,584	3,366	4,345
货币资金及交易性金融资产	568	810	1,139	1,533	营业成本(含金融类)	1,380	2,157	2,801	3,606
经营性应收款项	521	1,018	1,320	1,699	税金及附加	14	16	20	26
存货	190	271	305	436	销售费用	18	23	30	39
合同资产	220	331	431	556	管理费用	121	142	168	209
其他流动资产	42	57	52	69	研发费用	20	31	40	52
非流动资产	1,195	1,244	1,289	1,332	财务费用	0	(1)	2	2
长期股权投资	6	6	7	9	加:其他收益	8	13	17	22
固定资产及使用权资产	724	779	829	876	投资净收益	(3)	0	0	0
在建工程	231	231	231	231	公允价值变动	(2)	0	0	0
无形资产	184	178	172	166	减值损失	7	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	178	229	320	433
其他非流动资产	50	50	50	50	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	2,735	3,730	4,535	5,626	利润总额	177	229	320	433
流动负债	1,134	1,986	2,535	3,280	减:所得税	40	46	64	87
短期借款及一年内到期的非流动负债	17	17	17	17	净利润	137	183	256	346
经营性应付款项	423	895	1,128	1,477	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	522	815	1,059	1,363	归属母公司净利润	137	183	256	346
其他流动负债	173	259	332	423	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.31	0.41	0.57	0.77
非流动负债	138	138	138	138	EBIT	181	228	322	435
长期借款	120	120	120	120	EBITDA	221	279	378	494
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.80	16.53	16.78	17.01
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	7.97	7.09	7.61	7.97
其他非流动负债	13	13	13	13	收入增长率(%)	(13.21)	50.12	30.26	29.11
负债合计	1,272	2,124	2,673	3,418	归母净利润增长率(%)	25.25	33.69	39.79	35.14
归属母公司股东权益	1,464	1,606	1,862	2,208					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,464	1,606	1,862	2,208					
负债和股东权益	2,735	3,730	4,535	5,626					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	419	383	429	496	每股净资产(元)	3.26	3.58	4.15	4.92
投资活动现金流	(353)	(100)	(101)	(102)	最新发行在外股份(百万股)	449	449	449	449
筹资活动现金流	47	(41)	0	0	ROIC(%)	9.26	10.89	13.75	15.99
现金净增加额	111	242	328	394	ROE-摊薄(%)	9.37	11.42	13.76	15.68
折旧和摊销	40	51	55	59	资产负债率(%)	46.49	56.95	58.94	60.76
资本开支	(321)	(100)	(100)	(100)	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.99	23.18	16.58	12.27
营运资本变动	242	149	118	91	P/B(现价)	2.90	2.65	2.28	1.92

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

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>