

亚光股份 (603282.SH)

制药+节能装备双轮驱动，国产替代叠加出海大有可为

买入(首次评级)

当前价格: 26.89元
目标价格: 39.22元

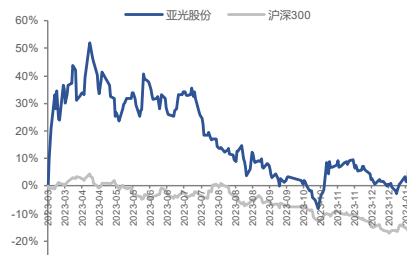
投资要点:

- **公司概况: 制药+节能装备双轮驱动, 成长性盈利性均突出。**公司传统的制药装备业务平稳发展, 其产品力、技术和品牌在行业内已经得到广泛认可, 能够为公司提供稳定的营收和业绩贡献。此外公司2019年完成了对乐恒节能的收购, 将业务范围进一步拓展至节能装备(MVR)领域, 随着MVR产品应用领域的拓展、国产化替代加速、海外贡献增长以及公司产能瓶颈被突破, MVR产品有望成为公司营收和业绩新的增长点。
- **MVR行业: 下游应用持续拓展, 国内厂商迎来机遇。** MVR (Mechanical Vapor Recompression) 是一种应用于蒸发领域的蒸汽再压缩技术, 相较于传统的蒸发技术, 其能充分利用二次蒸汽, 因而具备显著的节能和经济优势, 蒸汽压缩机作为MVR系统的核心设备, 具备一定的技术壁垒。此前国外厂商得益于强大的自主研发设计实力以及丰富的项目经验, 在订单获取量、金额规模等方面优势明显。近年来随着MVR在国内应用场景不断拓展, 国内厂商纷纷布局, 其中具有自主研发实力、有客户资源和项目经验的厂商有望加速破局。
- **公司: 把握MVR国产替代和出海周期, 高速增长可期。**公司依托子公司乐恒节能, 突破了MVR系统核心设备蒸汽压缩机的关键技术, 且在制药、环保、新能源等技术要求更高的工业领域实现了大量客户案例积累, 并有望降维拓展食品、海水淡化等新兴应用领域。与此同时, 公司凭借制药装备业务积累的大量客户资源, 加速拓展海内外市场, 并积极扩张产能以提升订单交付能力, 为将来业绩增长奠定了坚实基础。
- **盈利预测与投资建议:** 公司多年来深耕制药装备领域并切入节能装备领域, 积累了丰富的技术、产品和客户资源优势, 目前公司大力发展MVR系统业务, 其下游应用领域的快速拓展以及国产替代和出海趋势带动公司订单持续高增, 有望成为公司新的业绩增长点。我们预测2023-2025年公司营业收入分别为11.74/14.45/17.15亿元, 归母净利润分别为2.06/2.62/3.26亿元, 对应PE分别18/14/11倍, 目标价39.22元(2024年20倍PE)。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 公司产能扩张不及预期导致交货期延长的风险; 海外市场拓展风险; MVR产品国产替代不及预期风险; MVR产品在各行业应用的渗透率不及预期; 主要原材料价格波动的风险; 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

基本数据

总股本/流通股(百万股)	134/34
总市值/流通市值(百万元)	3598/901
每股净资产(元)	8.90
资产负债率(%)	57.92
一年内最高/最低(元)	40.7/21.6

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 汪磊
执业证书编号: S0210523030001
邮箱: wl30040@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	484	916	1,174	1,445	1,715
增长率	16%	89%	28%	23%	19%
净利润(百万元)	94	168	206	262	326
增长率	11%	79%	23%	27%	24%
EPS(元/股)	0.7	1.3	1.5	2.0	2.4
市盈率(P/E)	38.4	21.5	17.5	13.7	11.1
市净率(P/B)	8.9	6.3	4.4	3.3	2.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所
注: 每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要件

关键变量

节能环保设备业务：2022年由于公司MVR系统在新能源领域获取大额订单导致营收大幅增长，预计2023年营收增速或略有回落；但考虑到MVR市场增长空间广阔，且公司一方面通过拓展产品下游应用领域、另一方面加速突破海外市场来获取更多增长空间，同时还通过募投项目打破产能瓶颈，进而提升承接订单能力，我们假设2023-2025年公司节能环保设备业务营收分别同比变化+50.67%/+27.00%/+20.00%；随着公司产能瓶颈被打破、公司MVR系统的项目经验逐渐丰富以及海外占比明显提升，公司MVR系统的毛利率有望有所增长，进而带动公司节能环保设备业务毛利率提升，2023-2025年分别为31.53%/32.90%/34.28%。

制药装备业务：考虑到2022年疫情爆发带动下下游医药客户需求大幅增长，我们认为2023年起需求旺盛期过后公司制药装备营收会有所回落；但考虑到公司制药装备产品以三合一设备为主，当前我国医药装备集成化程度持续提升，能够同时满足客户多个生产工艺的产品将更受青睐，因此我们认为公司以三合一设备为主的医药装备产品仍有广阔成长空间，往后收入有望企稳回升。我们假设2023-2025年公司制药装备营收分别同比变化-17.52%/+8.36%/+13.06%；毛利率方面考虑到公司大力拓展工业领域应用规模，叠加竞争加剧下公司或给老客户继续予以一定价格优惠，因此假设公司制药装备业务的毛利率逐年下降，分别为39.33%/38.35%/37.36%。

我们区别于市场的观点

市场认为当前MVR国内厂商数量较多且市场竞争格局较为分散，或导致公司营收和盈利水平难以提升，而我们认为当前MVR市场已步入沉淀期，公司凭借着掌握核心技术、掌握丰富的下游客户资源、积极拓展新应用领域及海外市场，以及通过扩产提升产品交付能力等多维竞争优势，有望在市场中获得更高的占有率，进而带动公司盈利能力增长。

股价上涨的催化因素

公司MVR产品海外拓展超预期，MVR产品在各行业应用的渗透率快速提升。

估值和目标价格

我们预测2023-2025年公司营业收入分别为11.74/14.45/17.15亿元，归母净利润分别为2.06/2.62/3.26亿元。选取医药装备领域头部公司东富龙、深耕螺旋压缩机产品且应用领域广泛的鲍斯股份，从事磁悬浮空气压缩机研发与销售的磁谷科技，拥有核心技术的综合性压缩机公司开山股份，以及专注于涡旋压缩机的英华特作为可比公司，其2023-2025年调整后平均PE分别为27.52/20.10/15.47倍，高于公司估值。对标可比公司平均水平，给予公司2024年20倍PE，目标价39.22元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

公司产能扩张不及预期导致交货期延长的风险；海外市场拓展风险；MVR产品国产替代不及预期风险；MVR产品在各行业应用的渗透率不及预期；主要原材料价格波动的风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

正文目录

1	公司概况：制药+节能装备双轮驱动，成长性盈利性均突出	5
1.1	专用制药装备领先企业，节能装备业务加速崛起	5
1.2	股权结构相对稳定，分设两个员工持股平台	6
1.3	营收和业绩均高速增长，节能装备业务贡献加速	7
1.4	传统制药装备业务平稳发展，技术、客户和营销优势显著	9
2	MVR 行业：下游应用持续拓展，国内厂商迎来机遇	12
2.1	系统特点：节能和经济优势显著，具备技术壁垒	12
2.2	市场规模：应用领域不断拓展，市场空间较为广阔	13
2.3	竞争格局：国外厂商先发优势明显，国内厂商崭露头角	14
3	公司：把握 MVR 国产替代和出海周期，高速增长可期	16
3.1	突破蒸汽压缩机核心技术，降维拓展应用领域	16
3.2	传统业务赋能客户资源，海外市场加速突围	18
3.3	新建项目打破产能瓶颈，交付与售后能力优异	20
4	盈利预测与投资建议	21
5	风险提示	24

图表目录

图表 1：公司历史沿革图	5
图表 2：公司两大核心产品系列	5
图表 3：公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）	6
图表 4：公司控股子公司及其主营业务	6
图表 5：公司员工持股平台概况	7
图表 6：公司营业收入快速增长	7
图表 7：公司归母净利润持续提升	7
图表 8：公司营收结构（按业务板块拆分）	8
图表 9：公司毛利结构（按业务板块拆分）	8
图表 10：公司毛利率、净利率和 ROE	8
图表 11：公司期间费用率	8
图表 12：公司现金净流量变化情况	9
图表 13：公司资产负债率和固定资产比例	9
图表 14：国家出台的医药装备行业相关政策	9
图表 15：东富龙 2019-2023Q3 营收和归母净利润	10
图表 16：楚天科技 2019-2023Q3 营收和归母净利润	10
图表 17：公司制药装备营业收入和毛利率	10
图表 18：公司可提供完善的 API 全流程工艺及设备解决方案	11
图表 19：公司制药装备业务部分下游客户	11
图表 20：不同技术路线的蒸发器能耗等性能指标对比	12
图表 21：MVR 降膜蒸发方式和传统三效蒸发方式的运行成本比较	12
图表 22：MVR 系统主要设备构成示意	13
图表 23：不同压缩机压缩比与吸气量的适用范围	13
图表 24：国家出台的节能减排相关政策	13
图表 25：MVR 系统应用领域较为广泛	14
图表 26：中国蒸汽机械市场规模	14

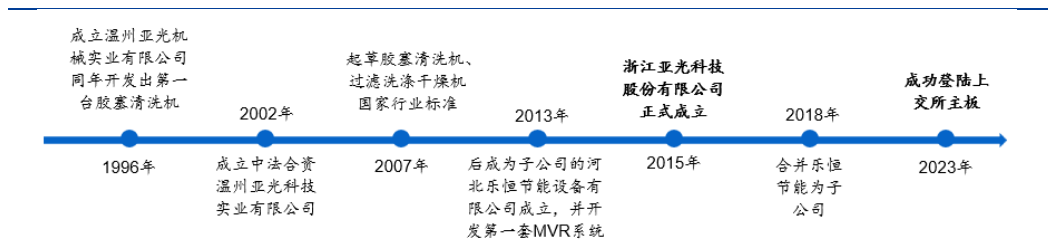
图表 27: 国外部分领先 MVR 企业的基本情况对比.....	15
图表 28: MVR 蒸发器项目流程示意图.....	15
图表 29: 国内部分 MVR 供应商基本情况对比.....	16
图表 30: 公司 MVR 相关核心技术及其先进性.....	17
图表 31: 乐恒节能深耕 MVR 核心技术.....	17
图表 32: 公司 MVR 系统营业收入快速增长	18
图表 33: 公司热泵精馏方案和常规精馏方案的运行费用对比.....	18
图表 34: 公司 MVR 系统的部分下游客户	19
图表 35: 公司营业收入结构 (按地区划分)	20
图表 36: 公司合同负债金额显著提升	20
图表 37: 公司扩张产能以提升订单交付能力	21
图表 38: 亚光股份营业收入和毛利率预测 (亿元)	22
图表 39: 可比公司情况	23
图表 40: 财务预测摘要	25

1 公司概况：制药+节能装备双轮驱动，成长性盈利性均突出

1.1 专用制药装备领先企业，节能装备业务加速崛起

专用制药装备起家，通过收购拓展至节能板块。浙江亚光科技股份有限公司（下称“亚光股份”或“公司”）起家于专用制药装备的研发与制造，其前身温州亚光机械实业有限公司成立于1996年，成立当年就研发出了第一台胶塞清洗机，此后则陆续研发出过滤洗涤干燥机、干/湿法胶塞清洗机等制药装备。2002年，中法合资温州亚光科技实业有限公司成立，并在2015年与亚光机械合并股份制改造成功。2018年，公司完成了对乐恒节能的收购，进而将业务板块进一步拓展至节能装备领域。2023年3月，公司正式登陆上交所主板。

图表 1：公司历史沿革图



数据来源：公司招股说明书，公司官网，华福证券研究所

产品矩阵较为完善，满足多个工艺环节需求。当前公司已形成制药装备和节能环保设备两大产品系列，其中制药装备领域的主要产品包括胶塞/铝盖清洗机及无菌转运系统系列、过滤洗涤干燥机系列等，节能环保设备领域则主要包括离心式蒸汽压缩机系列、MVR系统、高效旋转精馏床等。受益于在上述两个行业深耕多年积累的技术与市场经验，公司主要产品从最开始仅满足客户单一工艺需求的单体设备逐渐拓展，目前已发展为能够覆盖客户多个工艺环节需求的集成化设备，不仅优化了客户的生产工艺流程，还能够进一步提升其生产效率，从而有效增强客户粘性。

图表 2：公司两大核心产品系列

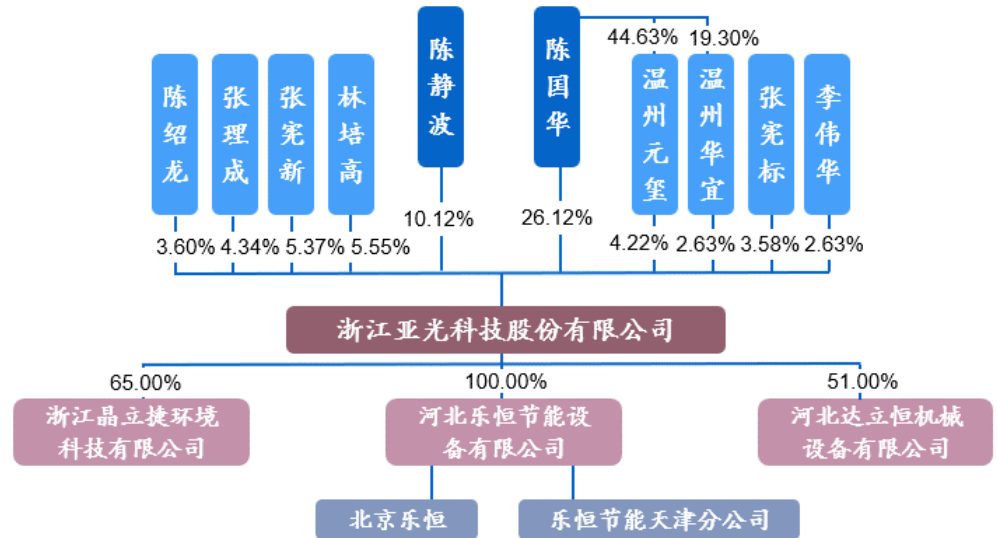


数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

1.2 股权结构相对稳定，分设两个员工持股平台

公司实控人为陈国华和陈静波父子，合计控股约 43.09%。截至 2023 年 9 月 30 日，公司实控人陈国华直接持有公司 26.12% 的股份，并通过温州华玺、温州华宜间接控制公司 4.22% 和 2.63% 的股份；陈静波则直接持有公司 10.12% 的股份，父子两人持有公司的股份权属清晰，不存在质押或有其他争议的情况。

图表 3：公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

三家子公司定位明确，掌握多项核心技术。截至 2023 年 3 月公司招股说明书签署日，公司下设拥有浙江晶立捷环境科技有限公司（下称“晶立捷”）、河北乐恒节能设备有限公司（下称“乐恒节能”）和河北达立恒机械设备有限公司（下称“达立恒”）三家控股子公司，分别重点布局环保、节能和医药领域设备的研发、生产、销售和安装。其中，晶立捷和乐恒节能在各自掌握多项核心技术并申请了数个专利，为公司构建了扎实的技术壁垒。

图表 4：公司控股子公司及其主营业务

控股子公司	成立时间	生产经营地	主营业务	专利数量
晶立捷	2019 年	浙江杭州	环保专用设备	18 个
乐恒节能	2013 年	河北廊坊	MVR 节能设备等	38 个
达立恒	2021 年	河北石家庄	生物医药设备等	/

数据来源：公司招股说明书，乐恒节能官网，华福证券研究所

设立员工持股平台，有效激励核心技术人员。公司分别于 2015 年和 2018 年成立温州元玺与温州华宜两个员工持股平台，允许核心技术人员直接或通过员工持股平台间接成为公司股东，在有效激励核心技术人员的同时，保证核心技术团队的长期稳定。截至 2023 年 3 月公司招股说明书签署日，公司员工持股平台已有数十个员

工参与，为公司技术团队的稳定性和积极性提供了有力支撑。

图表 5：公司员工持股平台概况

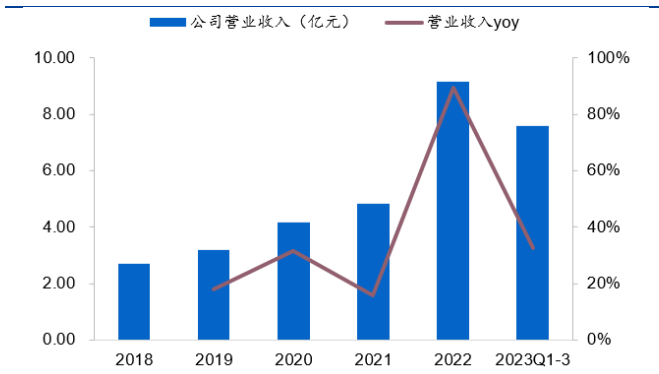
员工持股平台	成立时间	出资额	出资人数量	持股比例
温州华宜	2018 年	560 万元	35 人	3.52%
温州元玺	2015 年	500 万元	41 人	5.62%

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

1.3 营收和业绩均高速增长，节能装备业务贡献加速

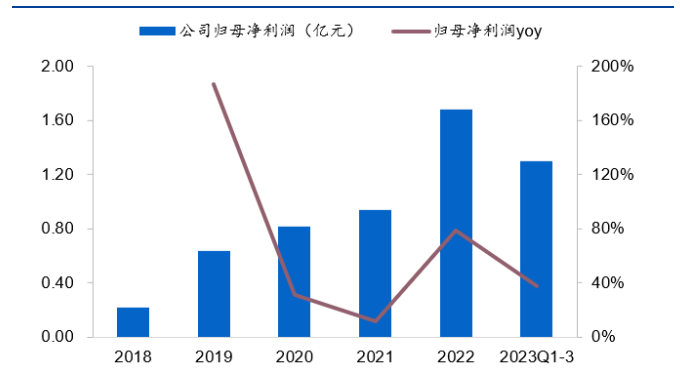
公司营业收入快速增长，经营业绩持续提升。近年来公司积极扩张业务范围并提升产品性能，带动营业收入快速增长。2018-2022 年，公司营业收入由 2.70 亿元增长到 9.16 亿元，CAGR 达到了 35.72%，2023 年 Q1-3，公司实现营业收入 7.59 亿元，同比增长 32.50%。其中，2022 年公司营收同比增长 89.33%，主要系 2022 年新能源汽车行业的蓬勃发展带动以动力电池等产业大规模扩产，医药制造业投资增长导致医药设备需求旺盛以及公司制药设备客户的陆续验收。2018-2022 年，公司归母净利润由 0.22 亿元增长到了 1.68 亿元，CAGR 高达 66.23%，归母净利润增速较同期营收增速更高。2023 年 Q1-3，公司实现归母净利润 1.30 亿元，同比增长 37.86%。

图表 6：公司营业收入快速增长



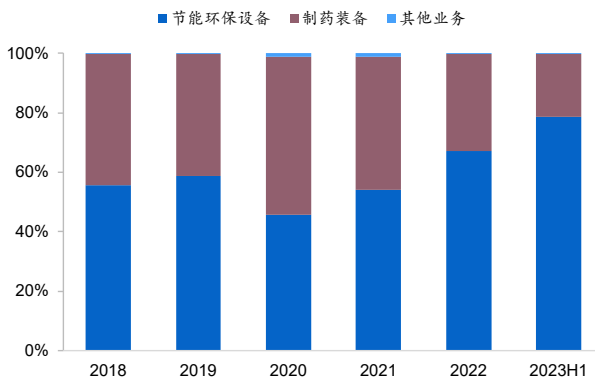
数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 7：公司归母净利润持续提升

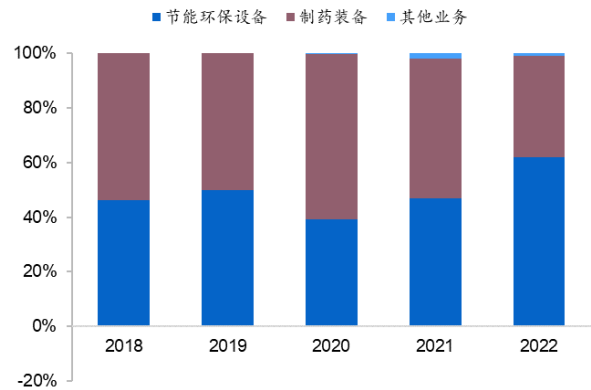


数据来源：iFinD，华福证券研究所

节能环保设备营收和毛利贡献占比快速提升。从业务板块来看，2021 年及之前节能环保设备和制药装备对于公司的营收和毛利贡献占比大致相当，2022 年起，受 MVR 产品经营规模快速增长的影响，节能环保设备对公司营收和毛利的贡献明显增长。截至 2022 年底，节能环保设备对于公司营收和毛利的贡献分别达到了 67.10% 和 62.07%；2023 年 H1，节能环保设备对于公司的营收贡献进一步增长至 78.57%，其中 MVR 贡献高达 71.95%，成为了公司营收的主要增长点。

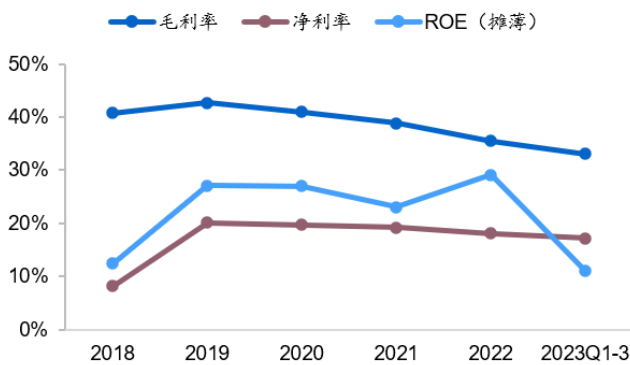
图表 8：公司营收结构（按业务板块拆分）


数据来源：公司 2023 年中报，iFinD，华福证券研究所

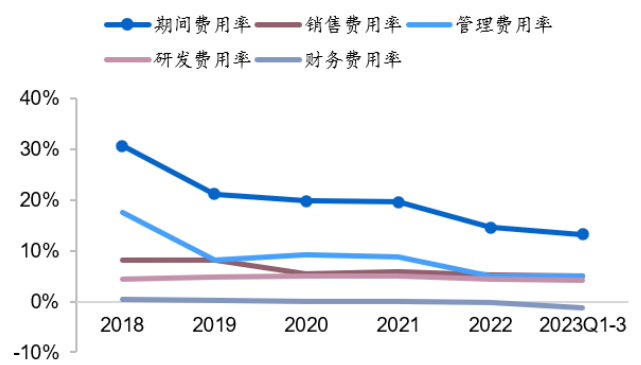
图表 9：公司毛利结构（按业务板块拆分）


数据来源：iFinD，华福证券研究所

公司盈利能力较强且成长性突出，成本管控能力较强。从盈利能力上看，2018-2023Q1，由于公司 MVR 产品销售规模大幅扩张，而其毛利率与公司传统的制药装备毛利率相比略低，导致公司毛利率整体呈现下降趋势。然而，得益于公司强大的费用管控能力，其期间费用率由 2018 年的 30.62% 显著下降到了 2023 年 Q3 末的 13.16%，带动其净利率水平基本维持在 17% 以上的稳定水平。从成长性上来看，公司 ROE（摊薄）整体呈现稳中有升的态势，由 2018 年的 12.35% 提升到了 2022 年的 29.12%，成长性突出。

图表 10：公司毛利率、净利率和 ROE


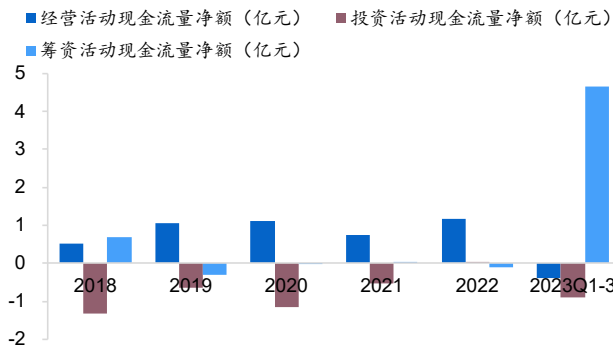
数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 11：公司期间费用率


数据来源：iFinD，华福证券研究所

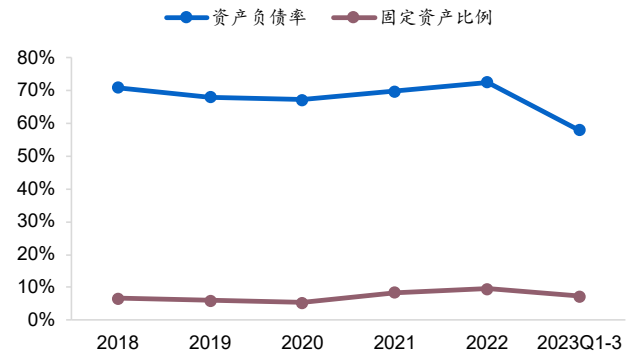
公司筹资活动现金净流量大幅提升，资产负债率有所下降。2018-2022 年公司现金流量净额相对平稳，2023Q1-3，由于吸收投资收到的现金大幅增长，公司筹资活动产生的现金流量净额显著增多。资产负债率方面，公司近年来相对稳定，2023Q1-3，公司资产负债率显著下降至 57.92%，较 2018 年下降了 13.01 个 pct。与此同时，公司固定资产比例整体保持平稳，在 6%~10% 的区间内小幅波动。

图表 12：公司现金净流量变化情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 13：公司资产负债率和固定资产比例



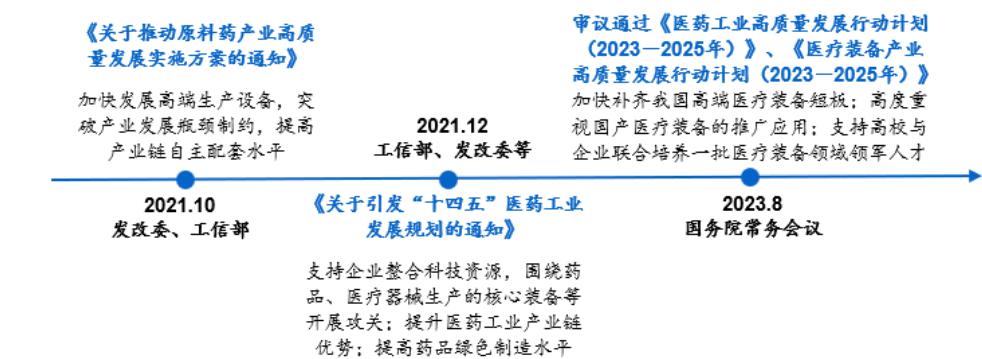
数据来源：iFinD，华福证券研究所

1.4 传统制药装备业务平稳发展，技术、客户和营销优势显著

制药装备行业趋势：政策技术同时发力，下游需求蓬勃发展

(1) 政策鼓励：近年来，政府不断出台政策以支持我国制药装备行业发展，其中特别鼓励高端制药设备的开发与生产。2021年10月，发改委和工信部发布了《关于推动原料药产业高质量发展实施方案的通知》，明确提出要“加快发展高端生产装备，突破产业发展瓶颈制约并提高产业链自主配套水平”；2022年初，《“十四五”医药工业发展规划的通知》发布，其中针对医药装备的产业化技术水平、产业链优势、绿色制造水平等作出进一步指示，推动行业快速高质量发展。

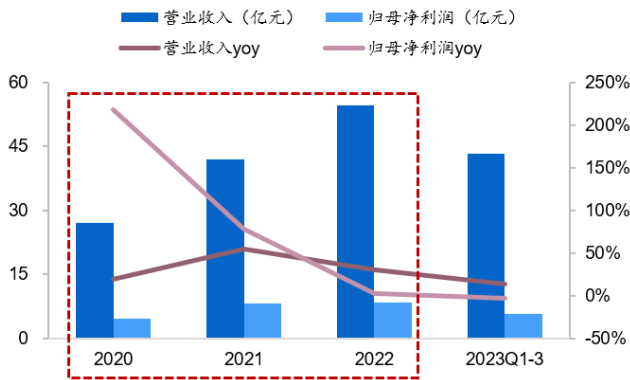
图表 14：国家出台的医药装备行业相关政策



数据来源：中央人民政府，发改委，工信部，科学技术部，商务部，国家卫生健康委员会，应急管理部，国家医疗保障局，国家药品监督管理局，国家中医药管理局，新华社，华福证券研究所

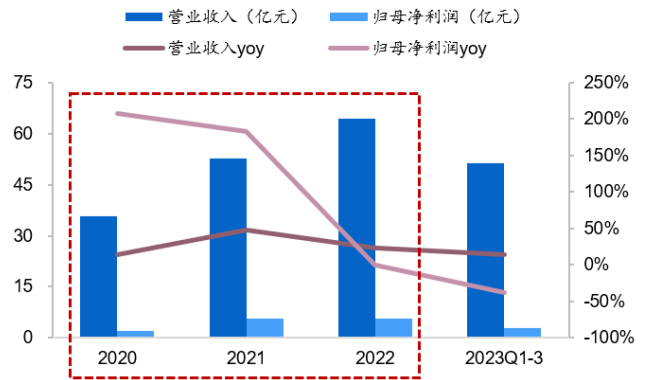
(2) 技术升级和需求大增：长期以来国内制药装备市场主要依赖于进口产品，尤其是高端设备领域，但近年来随着国内企业持续加大创新研发投入并拓展中高端领域赛道，国产制药装备企业加速崛起。以东富龙和楚天科技两家头部制药装备企业为例，其营业收入和归母净利润均在2020-2022年迎来了大幅增长。

图表 15: 东富龙 2019-2023Q3 营收和归母净利润



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 16: 楚天科技 2019-2023Q3 营收和归母净利润

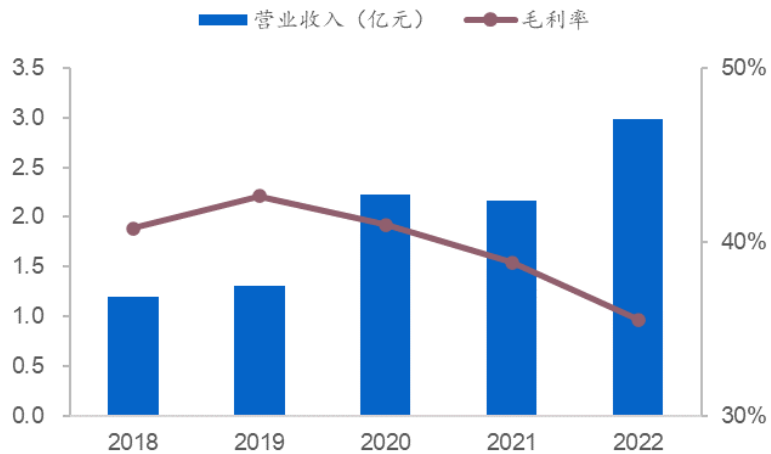


数据来源: iFinD, 华福证券研究所

制药装备公司业务特点: 产品力和客户积累优势显著, 在清洗机、干燥机等细分领域领先

(1) 发展平稳: 近年来公司制药装备业务发展整体较为平稳, 且在疫情期间把握住了制药装备国产化率提升以及下游需求增长的机遇。且从盈利能力上看, 公司制药装备毛利率稳定在 30% 以上, 为公司贡献了稳定的利润来源。

图表 17: 公司制药装备营业收入和毛利率



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

(2) 产品创新力强, 技术水平扎实: 公司自 1996 年成立以来即专注于制药装备的研发、生产和销售, 具备一定的先发优势。此外随着公司研发实力的提升以及对下游客户需求理解的深入, 公司产品覆盖领域持续拓宽, 能够覆盖制药企业生产工艺中的清洗、过滤、洗涤、干燥、提纯等多个环节, 并具备原料药生产线的整体设计和制造能力。其中公司核心产品胶塞清洗机、过滤洗涤干燥机竞争力较强, 且公司为上述两类产品的国家行业标准独家起草单位, 技术水平和产品力受到了下游客户青睐, 在行业内积累了较为好强的品牌声誉。

图表 18：公司可提供完善的 API 全流程工艺及设备解决方案



数据来源：乐恒节能 MVR，华福证券研究所

(3) 销售渠道完备，客户积累较为丰富：公司多年来积累了大批头部药企客户，其制药装备产品已广泛应用于华海药业、凯莱英、合全药业、齐鲁制药、新时代药业、贝达药业、华熙生物、石药集团、江苏豪森、东北制药、甘李药业、正大天晴、海正药业、国药集团、恒瑞医药等在内的国内众多知名制药企业，并已实现了对乌克兰、印度、俄罗斯等海外国家的出口。

图表 19：公司制药装备业务部分下游客户



数据来源：公司招股说明书，各公司官网，华福证券研究所

(4) 清洗机和干燥机技术领先，业内排名靠前：制药装备领域，公司在清洗剂 and 过滤洗涤干燥机设备两个细分市场领先优势明显，具有较高的品牌认知度。根据中国制药装备行业协会对会员单位经济运行情况的统计，2019 年度，公司的药用过滤洗涤干燥机在同类产品中排名第一；药用铝盖/胶塞清洗机在同类产品中排名第二，浙江省内排名第一。此外，公司还是胶塞清洗机、过滤洗涤干燥机的国家行业标准起草单位，其技术实力和品牌影响力广受业内认可。

综上所述，公司传统的制药装备业务发展平稳，其产品力、技术和品牌在行业内已经得到广泛认可，能够为公司提供稳定的营收和业绩贡献。此外，公司于 2019 年完成了对乐恒节能的收购，将业务范围进一步拓展至节能装备（MVR）领域，随着 MVR 产品应用领域的持续拓展以及公司产能瓶颈被突破，MVR 产品有望成为公

司营收和业绩新的成长点。

2 MVR 行业：下游应用持续拓展，国内厂商迎来机遇

2.1 系统特点：节能和经济优势显著，具备技术壁垒

MVR 技术可充分利用二次蒸汽，节能和经济优势较为显著。MVR 是机械式蒸汽再压缩技术（Mechanical Vapor Recompression）的简称，**1）从能耗角度来看**，与其他已实现产业化应用的蒸发技术相比，MVR 技术能够对二次蒸汽进行完全利用，同时大幅提升二次蒸汽的热转换效率，因此是最为节能的蒸发技术。学术研究结果显示，以 5400kg/h 氢氧化钠溶液的蒸发浓缩为工程实例，与单效蒸发这一最基本的蒸发技术相比，MVR 蒸发能够回用全部的二次蒸汽，其能耗仅为单效蒸发能耗的 23.8%。**2）从经济效益来看**，根据实际工艺案例测算，受益于显著降低的能耗水平，MVR 降膜蒸发方式下 5 吨/小时蒸发量的年运行成本较传统的三效蒸发方式能节省超 200 万元，经济优势较为显著。

图表 20：不同技术路线的蒸发器能耗等性能指标对比

参数类型	单效蒸发器	多效蒸发器	TVR 蒸发器	MVR 蒸发器
能源方式	蒸汽	蒸汽	蒸汽	电能
能耗	较高	比较节能，随着效数的增加，能耗相应降低	较节能，四效带 TVR 蒸发器，每蒸发 1t 水需 0.22t 生蒸汽	非常节能，每蒸发 1t 水仅耗 20-80 度电能
利用率	未利用二次蒸汽	分次利用二次蒸汽	部分利用二次蒸汽	完全利用二次蒸汽
运行成本	很高	较高	较低	很低
易结垢程度	易结垢	易结垢	不易结垢	不易结垢
占地面积	小	大	较大	小
自控程度	半自控	全自动，不间断蒸发	全自动，不间断蒸发	全自动，不间断蒸发

数据来源：公司招股说明书，《二次蒸汽再压缩蒸发过程分析及工程应用》王一鸣，《广州化工》，华福证券研究所

图表 21：MVR 降膜蒸发方式和传统三效蒸发方式的运行成本比较

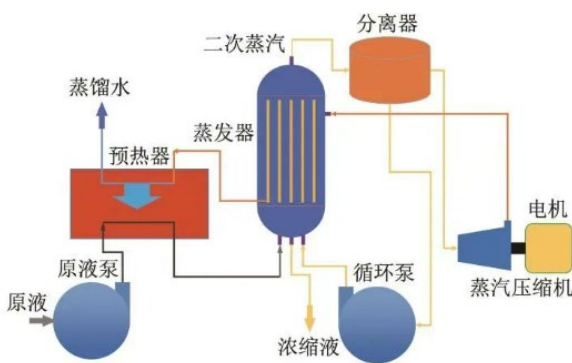
	MVR 降膜蒸发（蒸汽温升 8℃）	传统三效蒸发
设备投入	250 万元	80 万元
设备折旧	10 年	10 年
设备能耗	25 万元/年	8 万元/年
蒸汽能耗	170kW*0.6 元/kWh=102 元/h	50kW*0.6 元/kWh=30 元/h
小时运行成本	0.02 吨/h*200 元/吨蒸汽=4 元/时	5 吨蒸发量*0.45 吨蒸汽/吨*200 元/吨蒸汽=450 元/h
日运行成本	106 元/h	480 元/h
年运行成本	106 元/h*20h=2120 元/天	480 元/h*20h=9600 元/天
年总成本	2120 元/天*300 天=63.6 万元/年	9600 元/天*300 天=288 万元/年
	63.6 万元/年+25 万元/年=88.6 万元/年	288 万元/年+8 万元/年=296 万元/年

数据来源：环保水圈，华福证券研究所

蒸汽压缩机是 MVR 系统的核心设备。蒸汽压缩机能够将机械能转换为气体的压

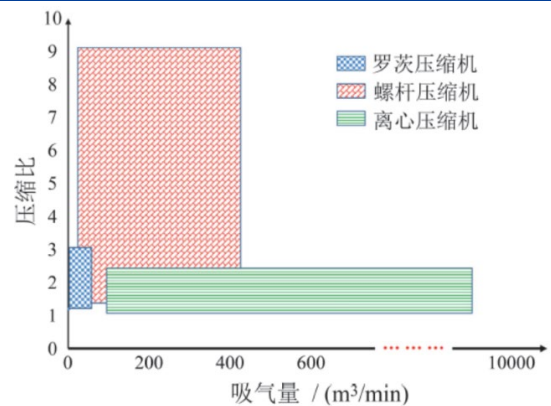
力能，是蒸汽再压缩系统运行效果实现过程中最为核心的设备。目前应用于 MVR 系统中的蒸汽压缩机主要有离心式、罗茨式和螺杆式三种类型。从适用范围来看，离心式蒸汽压缩机一般适合作为一级压缩；罗茨蒸汽压缩机则主要适用于小流量工况；而螺杆蒸汽压缩机在流量不高于 400 m³/min 的场景均可使用。从应用领域来看，三种技术路线的蒸汽再压缩方式产生的高压蒸汽含油量不尽相同，其中离心式蒸汽压缩机可以做到不含润滑油，单螺杆蒸汽压缩机可以采用水润滑，而双螺杆式蒸汽压缩机则不能完全避免润滑油的介入。考虑到各行业对于再压缩后的蒸汽含油量要求不尽相同，例如食品领域需要根据食品规范的要求，保证高压蒸汽中含油量不高于规定值，因此上述三种蒸汽压缩机的下游应用领域也有所差异。

图表 22：MVR 系统主要设备构成示意



数据来源：《MVR 系统中离心式蒸汽压缩机与蒸发器的匹配特性研究》周东等，工程设计学报，华福证券研究所

图表 23：不同压缩机压缩比与吸气量的适用范围



数据来源：《蒸汽再压缩技术研究现状与发展趋势》张建军等，《新能源进展》，华福证券研究所

2.2 市场规模：应用领域不断拓展，市场空间较为广阔

节能减排政策陆续出台，MVR 环保作用逐渐凸显。MVR 技术的概念自第一次工业革命末期就已经出现，但由于当时压缩技术尚未成熟且工业生产所需的能源供应较为充沛，因此未得到大范围重视；后来随着能源紧缺情况的加剧以及 MVR 技术的成熟，自 21 世纪起 MVR 技术已经在欧美等发展起步较早的地区得到了广泛应用。MVR 相关设备自 2008 年左右进入国内市场，近年来在“双碳”目标和制造业绿色转型的背景下，MVR 技术的节能优势开始得到广泛重视，其逐渐被我国企业所熟知与重视，在国内的研发、生产与应用也不断普及。

图表 24：国家出台的节能减排相关政策

《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》
加快先进成熟绿色低碳技术装备推广应用，提高重点行业技术装备绿色化、智能化水平

《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平（2022年版）》
鼓励企业优先选用能效先进水平产品设备、开展节能降碳改造。支持绿色建筑、超低能耗、近零能耗建筑和重大交通基础设施等提高能效先进水平产品设备应用比例

《关于统筹节能降碳和回收利用 加快重点领域产品设备更新改造的指导意见》
推广节能降碳先进技术和产品设备，依法依规淘汰落后低效产品设备

2021.10
发改委等

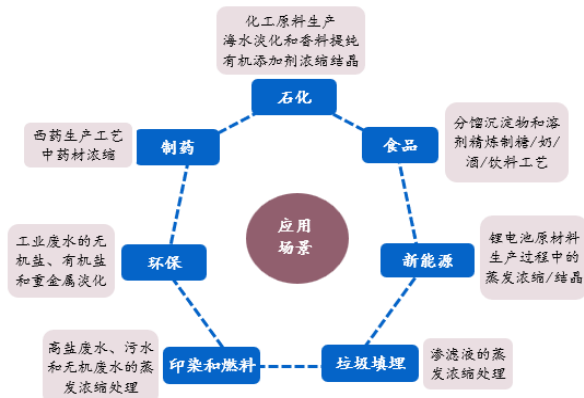
2022.11
发改委等

2023.2
发改委等

数据来源：中央人民政府，发改委、工信部、财政部、住房城乡建设部、商务部、人民银行、国资委、市场监管局、能源局、生态环境部，华福证券研究所

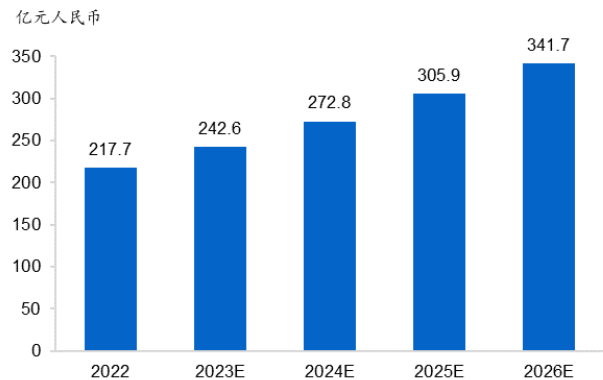
下游应用领域持续拓展，潜在市场空间广阔。随着我国节能减排政策的不断推进，未来各制造行业的传统蒸发设备均亟待优化，而MVR有望广泛应用于各类工业领域中的蒸发、结晶、浓缩等工艺环节，下游应用场景也不断拓展。从应用的行业上看，除了当前占比较高的石化和医药行业，未来MVR技术还能够深入应用于食品、环保、新能源、印染、垃圾填埋等多个领域，市场空间较为广阔。根据智研咨询统计，预计2023年起我国MVR蒸汽压缩机的年市场空间或突破240亿元，且市场空间未来在传统设备替换和应用场景的双重驱动下有望逐年增长。

图表 25: MVR 系统应用领域较为广泛



数据来源：公司招股说明书，赛孚机械，华福证券研究所

图表 26: 中国蒸汽机械市场规模



数据来源：公司招股说明书，智研咨询，华福证券研究所

2.3 竞争格局：国外厂商先发优势明显，国内厂商崭露头角

国外厂商具备先发优势，市场保有量和订单金额更为领先。当前MVR技术在欧美等发达国家的发展已较为成熟，其中包括美国的GE和Aqua-Pure、德国的GEA等公司都已具备较为成熟的MVR设计与装配经验，其MVR产品在多个国家的化工、食品等领域均得到了广泛应用，市场保有的设备数量较多，且承接的单笔订单金额较大。而国内企业由于成立时间较晚，经验和案例积累相对较少，且多数企业还不能完全自行设计和制造压缩机这一核心设备，因此我国MVR压缩机此前主要依赖进口，这也成为了制约MVR系统在我国普及率提升的重要瓶颈。

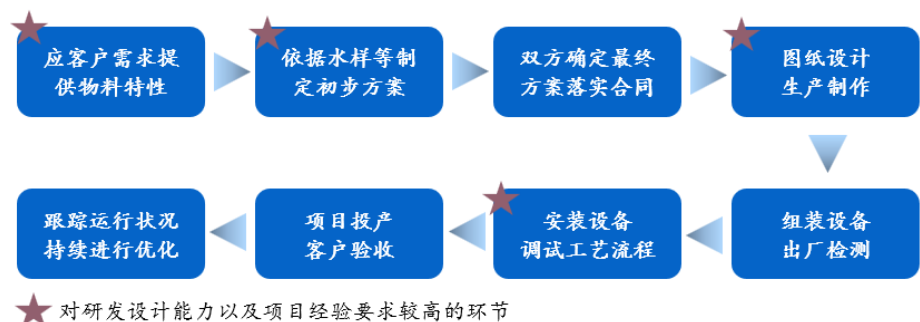
图表 27：国外部分领先 MVR 企业的基本情况对比

公司名称	Piller	Howden	Atlas Copco
成立时间	1909 年	1854 年	1873 年
国家	德国	苏格兰	瑞典
主要 MVR 产品	VapoFan/VapoFlex/VapoMaxX	离心/隔膜/往复式/螺杆压缩机	活塞式压缩机/离心式压缩机/无油空气压缩机/旋转式螺旋压缩机
MVR 产品示意图			
MVR 产品应用领域	制药、纸浆和造纸、乳制品、海水脱盐淡化、饮用水等	油气生产、石化、炼油、钢铁、电力、制药、食品等	采矿、金属、纺织、制药、食品饮料等
MVR 功能优势	滑动安装系统、高效叶轮、运行寿命超过 25 年	占地面积小、安装简便、现场维护简易、确保气体的安全和清洁	可靠、灵活、运营成本低、易于维护

数据来源：Piller 官网，Howden 官网，Atlas Copco 官网，华福证券研究所

蒸汽压缩机技术和工艺流程设计构筑核心壁垒。MVR 系统行业的进入壁垒主要包括两大方面：1) 作为 MVR 系统中最为关键的核心设备，蒸汽压缩机主要由机头、电机和稀油站三部分组成，对加工精度、耐气蚀性、动态密封等技术条件要求苛刻，**技术壁垒相对较高**。此前由于国内厂商大多不具备蒸汽压缩机自主研发设计和制造能力，所以需要花费较高成本和较长周期从国外进口。2) MVR 系统的制造安装涉及化工工艺、机械设计、自动控制、机械加工等多个专业技术领域，属于**较为复杂的定制化集成工程项目**，MVR 供应商需根据对应行业的具体要求进行**针对性的工艺流程设计并打造整体性的解决方案**，因此十分考验 MVR 系统供应商的业务经验和案例积累。而国外厂商由于进入市场时间较长，承接的案例数量与体量更大，具备更为**深厚的 know-how 经验**，能够更好的进行 MVR 系统设计优化并降低设备能耗，为国内厂商的后发破局构筑了一定壁垒。





图表 28：MVR 蒸发器项目流程示意图



数据来源：广东环诺 MVR 多效蒸发器，华福证券研究所

国内已有厂商后发破局，具备成本和交付周期等多重优势。伴随着 MVR 技术在我国不断发展，以乐恒节能（亚光股份子公司）为代表的部分国内厂商已逐渐具备 MVR 系统自主研发和设计能力，在一定程度上突破了此前以国外厂商为主导的市场局面。此外，由于国产设备普遍具备交付快、价格低、售后服务及时等多重优势，因此有望受益于国内 MVR 市场的不断成长，未来在订单数量、市场份额、客户覆盖等方面有所突破。

图表 29：国内部分 MVR 供应商基本情况对比

	乐恒节能	金通灵	江增重工	瑞升华
				
成立时间	2013 年	1993 年	1966 年	2006 年
总部地址	河北廊坊	江苏南通	重庆市	深圳市
主营业务	MVR 系统及设备	鼓风机、通风机、压缩机、小型高效汽轮机等	括涡轮增压器，高速离心式压缩机组、小功率燃气轮机机组等	MVR 蒸发器、MVR 结晶器等

数据来源：乐恒节能官网，金通灵官网，江增重工官网，瑞升华官网，公司招股说明书，华福证券研究所

综合来看，当前 MVR 行业竞争格局较为分散，主要系 2013-2018 年间 MVR 产品在各领域的大量推广导致国内大批厂商入局，其中不乏存在尚未能自主研发核心设备且综合实力欠佳的厂商。随着下游应用行业对于 MVR 系统节能减排等性能要求的提高，预计 ①具备自主研发技术实力且能打入高端市场、②掌握丰富的多行业 know-how 经验和系统定制化能力、③满足日益趋严的低碳排低能耗要求、④交付能力强速度快且售后服务及时高效、⑤拥有强大的销售渠道和客户资源的国内厂商有望率先受益，进而获取更高的市场份额与技术附加值。

3 公司：把握 MVR 国产替代和出海周期，高速成长可期

3.1 突破蒸汽压缩机核心技术，降维拓展应用领域

依托子公司乐恒节能，突破核心技术并实现自主研发。公司在传统制药装备业务的基础上，于 2018 年 11 月现金收购了乐恒节能 100% 股权，进而将业务领域拓展至 MVR 系统的研发、生产和销售。乐恒节能从成立之初就立足于 MVR 的核心技术蒸汽压缩机并实现了自主研发，其已围绕 MVR 中药浓缩系统申请授权专利 7 项，发明专利 2 项，其中“高效直驱滚动轴承同步电机式蒸汽压缩机”技术填补了国内空白。自 2013 年 8 月交付客户首套压缩机开始，公司到 2021 年初已交付给客户超

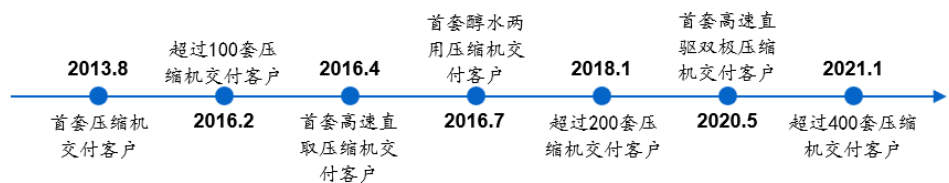
过 400 套压缩机，积累了丰富的项目经验。经过多年来的不断研发与优化，目前乐恒节能已经可以提供多个系列的蒸汽压缩机，其蒸汽压缩机产品能够在不同行业 and 不同工况下均实现稳定和高效运转。

图表 30：公司 MVR 相关核心技术及其先进性

核心技术	技术特点及先进性
中药 MVR 系统蒸发浓缩节能技术	<ul style="list-style-type: none"> ①整体占地面积少，自动化程度高，可实现一键操作； ②相比传统多效系统，运行能耗低； ③蒸发温度低，产品停留时间短，可以在 40℃ 以下蒸发而无需冷冻设备，特别适合于热敏性物料的蒸发浓缩； ④设备结构简单，无死角，清洗方便。
高盐废水及真空制盐 MVR 系统结晶节能技术	<ul style="list-style-type: none"> ①实用性广泛，尤其对高盐高有机物废水具有独特的技术优势，工艺简单，实用性强，部分负荷运转特性优异； ②运行能耗低，操作简便，自动化程度高，低能耗、低运行费用； ③占地面积小，公用工程配套少，工程总投资少； ④运行平稳，自动化程度高； ⑤无需原生蒸汽，节能降耗。

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

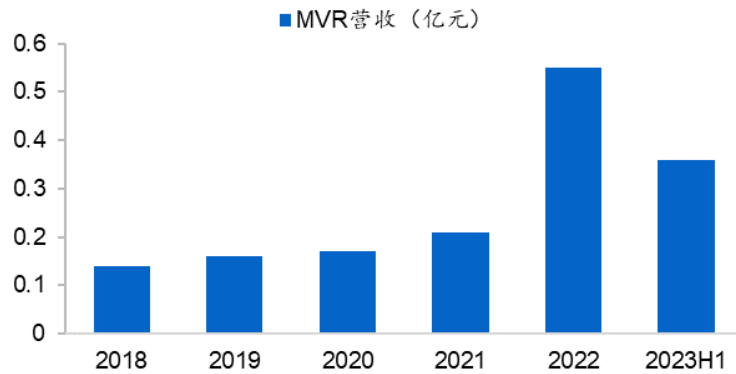
图表 31：乐恒节能深耕 MVR 核心技术



数据来源：乐恒节能 MVR，华福证券研究所

抓住新能源和制药市场机遇，积累丰富项目经验并降维拓展其余领域。2020-2022 年，公司积极抓住了新能源锂电和制药行业的良好发展态势，积极扩张 MVR 系统在上述两个领域的业务规模，为整体营收和业绩做出了较大贡献。与此同时，公司多年来在**制药、化工、环保、新能源**等多个工业领域拥有了丰富的工程应用经验，积累了涵盖不同工业领域、不同工段工艺要求的技术指标，进而使公司在产品设计中能够对各种影响因素进行考虑，为客户提供最优的系统解决方案。在此基础上，公司还积极拓展 MVR 系统在**食品、海水淡化处理**等更多行业的商业化应用，持续优化业务结构，为公司打造可持续性增长的商业布局。考虑到公司此前已突破技术难度较高的工业应用领域，再往其他领域拓展应具备显著的技术和经验优势，有望快速抢占市场份额，为公司产生业绩贡献。

图表 32：公司 MVR 系统营业收入快速增长



数据来源：iFinD，华福证券研究所

凭借 MVR 蒸汽再压缩核心技术，迭代优化解决方案以实现降本增效。公司凭借 MVR 蒸汽再压缩核心技术以及丰富的制药机械研发生产经验，积极对现有产品和解决方案进行迭代和优化。2023 年 10 月，公司推出新一代节能热泵蒸馏系统，为客户提供定制化的高效节能热泵精馏方案，有效解决了传统精馏系统能耗高的缺点，并具有分离效果好、节能优势明显等优点。以荆门市某新材料有限公司 2500m³/d 氨氮废水资源化处理系统为例，进料 105m³/h 含氨废水，在经过公司热泵精馏改造后，与使用常规蒸馏方法相比综合可节省运行费用 30%以上，年节约费用约 628 万元，能够有效满足下游客户环保、节能、降成本的根本需求。

图表 33：公司热泵精馏方案和常规精馏方案的运行费用对比

设备	水电气	常规精馏		热泵精馏	
		能耗	元/小时	能耗	元/小时
再沸器	蒸汽	9t/h	2250	4t/h	1000
冷凝器	循环水	904t/h	180.8	600t/h	120
泵	电机	20kw/h	14	90t/h	63
压缩机	电机	0kw/h	0	670t/h	469
合计			2445 元		1652 元
每处理 1t 废水			23.3 元		15.7 元
一年运行费用			1936 万元		1308 万元
年节约费用		628 万元			

数据来源：乐恒节能 MVR，华福证券研究所

3.2 传统业务赋能客户资源，海外市场加速突围

传统制药装备业务具备大量可复用客户资源，定制化特点增强客户粘性。经过多年经营，公司在制药装备领域已积累大量优质客户资源，根据 2022 年 12 月全国医药工业信息年会发布的“2021 年度中国医药工业百强榜”，公司的产品销售已覆

盖其中的近 70 家。考虑到这些药企在药品生产制备过程中仍存在大量工艺环节需要 MVR 设备，公司积累的传统客户资源有望赋能 MVR 系统业务，进而构筑一定的客户资源壁垒。当前，公司的 MVR 系统在新能源、环保、中药行业的应用案例丰富，已顺利服务格林美、羚锐制药、华润三九、Albemarle Lithium Pty Ltd 等国内外龙头，由于 MVR 系统属于高度定制化装备，因此客户一旦选中供应商一般不会轻易更换，公司已积累的客户有望具备较强粘性。

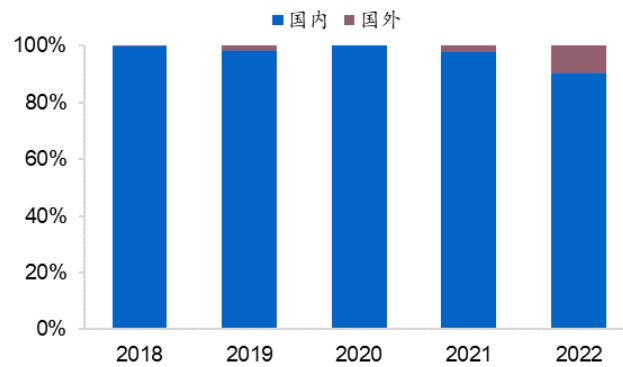
图表 34：公司 MVR 系统的部分下游客户



数据来源：公司招股说明书，各公司官网，华福证券研究所

销售网络持续完善，海外规模占比快速提升。在制药装备及节能环保设备领域，公司均已建立了面向全国的销售网络，并设立外贸部，负责开拓海外市场。此外公司的外勤销售团队也内贸和外贸两个部门，分别对接国内和国外的销售任务。而公司及子公司乐恒节能单独设置销售内勤部门，负责配合整理销售信息、文件、跟踪合同执行等事宜，为外勤销售团队的业务开展提供支持。近年来公司开拓海外市场的成效显著，其海外营收占比已从 2020 年的 0.03% 快速提升至 2022 年的 9.59%，为公司提供的营收和业绩贡献较为明显。2023 年上半年，公司 MVR 销售团队积极开拓海外市场，获得韩国客户 SE Materials 订单，为公司未来开拓韩国市场打下坚实基础。

图表 35: 公司营业收入结构 (按地区划分)

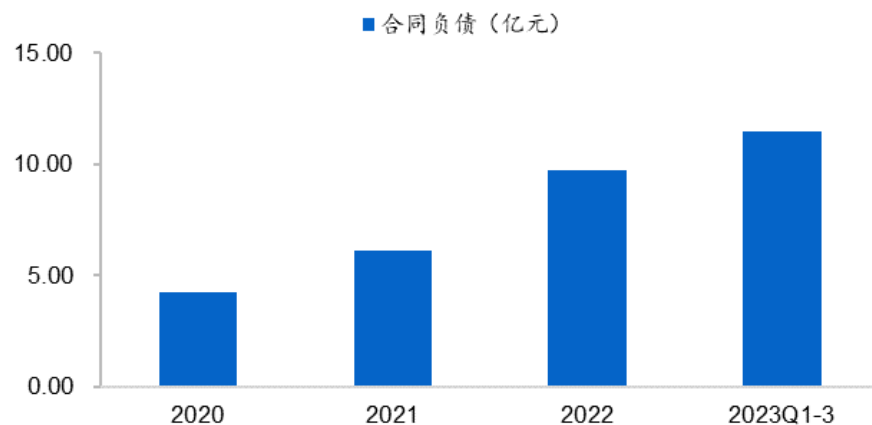


数据来源: iFinD, 华福证券研究所

3.3 新建项目打破产能瓶颈, 交付与售后能力优异

公司 MVR 在手订单充足, 发行募投项目突破产能瓶颈。公司通过拓展产品种类、拓展销售区域等方式积极获取业务订单, 2022 年, 公司客户锂业巨头 Albemarle 澳大利亚 Kemerton 氢氧化锂项目验收, 带动公司境外收入大幅增加。2023 年上半年, MVR 业务共获得九岭锂业、江西雅保、华福新能源、韩国 SE Materials 等多个公司的新增订单; 截至 2023Q3, 公司合同负债高达 11.51 亿元, 较 2022 年提升 1.75 亿元, 有望保障公司长期业绩增长。为提升产能并提高订单交付能力, 公司积极开展募投项目, 当前公司年产 800 台(套)化工及制药设备项目已完成主体建设和生产设备安装, 年产 50 套 MVR 及相关节能环保产品建设项目目前处于建设状态, 2024 年起两个项目产能均有望得到释放, 预计将极大地缓解公司目前产能不足的情况, 产品交付能力。

图表 36: 公司合同负债金额显著提升



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 37：公司扩张产能以提升订单交付能力

序号	项目名称	投资总额 (万元)	使用自有资金投入 金额 (万元)	拟以募集资金投入金 额 (万元)
1	年产 800 台 (套) 化工 及制药设备项目	30076.9	5352.73	24724.2
2	年产 50 套 MVR 及相关 节能环保产品建设项目	17023.7	-	17023.7
3	补充流动资金及偿还银 行贷款	10000	-	10000
合计		57101	5352.7	51748

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

公司售后服务较为完备，打造一站式服务模式。由于公司产品尤其是 MVR 系统均属于高度定制化设备，因此产品的售后服务对客户十分重要。公司单独设置售后服务部门，配备专业的售后团队开展售后服务工作，并规定售后人员全天候保持通讯畅通，以便第一时间获取客户需求，及时为客户解决问题。此外公司售后人员拥有专业技术背景，能够快速排查故障原因，并提出有效解决方案，从售后服务的响应及时性、方案专业性等方面均具备显著优势。

综上所述，我们认为随着 MVR 市场步入沉淀期，公司有望凭借其强大的自主研发实力、丰富的多行业项目经验、优异的产品设备性能、强大的渠道和客户资源以及完备的交付与售后服务能力在国内外 MVR 各应用领域尤其是高端市场占据一席之地，进而获得更高的市场份额与技术附加值。

4 盈利预测与投资建议

核心假设：基于公司各项业务过往收入状况、未来发展战略和 2023 年三季度报表情况，结合行业发展趋势和现状，我们对公司主要业务的经营情况做出以下假设：

MVR 系统：考虑到 MVR 下游动力电池领域扩产方兴未艾，且公司积极拓展食品、环保等其他应用领域和海外市场，同时还通过募投项目打破产能瓶颈，进而提升承接订单能力，预计公司 MVR 业务仍将保持较高的增长速度，假设 2023-2025 年公司 MVR 系统营收分别同比变化+53.7%/+27%/+20%；随着公司产能瓶颈被打破、公司 MVR 系统的项目经验逐渐丰富以及海外占比明显提升，公司 MVR 系统的毛利率有望有所增长，分别为 29.45%/30.95%/32.45%。

压缩机：公司压缩机业务历史收入规模较小，且 2023 年上半年公司无单独的压

缩机销售收入确认，假设 2023-2025 年公司压缩机业务营收为 0，即压缩机全部以 MVR 系统形式出货。

其他节能环保装备：公司其他节能环保装备主要为节能环保装备配套更新改造，其业务收入增速预计与公司 MVR 系统接近，假设 2023-2025 年公司其他节能环保装备业务营收分别同比变化+50.67%/+27%/+20%；毛利率稳定在 55.09%。

三合一设备：公司三合一设备主要为过滤洗涤干燥机，考虑到公司在 2022 年需求旺盛期过后营收增速或有所回落，此后，考虑到我国医药装备的集成度在持续提升，能够同时满足客户多个生产工艺的产品将更受青睐，我们认为三合一设备的需求空间仍然广阔，未来公司该业务收入有望企稳回升，假设 2023-2025 年公司三合一设备营收分别同比变化-18.71%/+10%/+15%；毛利率逐年下降，分别为 39.02%/38.02%/37.02%。

清洗机：公司清洗机业务营收自 2021 年起持续下滑，参考 2023 年 H1 经营情况，预计后续该业务收入规模或小幅下滑，假设 2023-2025 年公司清洗机营收分别同比变化-3.46%/-8%/-10%；毛利率逐年下降，分别为 30.46%/30.26%/30.06%。

其他制药装备：公司其他制药装备主要为制药装备配套和维修，其业务收入增速预计与公司三合一设备以及清洗机接近，假设 2023-2025 年公司其他制药装备业务营收分别同比变化-17.52%/+8.36%/+13.06%；毛利率逐年下降，分别为 46.08%/44.08%/42.08%。

图表 38：亚光股份营业收入和毛利率预测（亿元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
(1)节能环保设备业务（亿元）	2.61	6.15	9.26	11.76	14.12
Yoy	36.49%	135.29%	50.67%	27.00%	20.00%
毛利率	33.68%	32.86%	31.53%	32.90%	34.28%
MVR（亿元）	2.13	5.54	8.51	10.81	12.97
Yoy	23.68%	160.17%	53.70%	27.00%	20.00%
毛利率	31.39%	28.95%	29.45%	30.95%	32.45%
压缩机（亿元）	0.10	0.11	0.00	0.00	0.00
Yoy	59.36%	11.24%	-100.00%	-	-
毛利率	50.18%	58.59%	-	-	-
其他节能环保业务（亿元）	0.38	0.50	0.75	0.95	1.14
Yoy	194.54%	29.71%	50.67%	27.00%	20.00%
毛利率	42.06%	70.63%	55.09%	55.09%	55.09%
(2)制药装备业务（亿元）	2.17	2.99	2.46	2.67	3.02
Yoy	-2.56%	37.89%	-17.52%	8.36%	13.06%
毛利率	44.56%	40.52%	39.33%	38.35%	37.36%
三合一设备（亿元）	1.34	2.37	1.93	2.12	2.44

Yoy	-12.51%	76.70%	-18.71%	10.00%	15.00%
毛利率	44.97%	40.02%	39.02%	38.02%	37.02%
清洗机 (亿元)	0.27	0.20	0.19	0.18	0.16
Yoy	-15.92%	-26.62%	-3.46%	-8.00%	-10.00%
毛利率	31.23%	30.66%	30.46%	30.26%	30.06%
其他制药装备业务 (亿元)	0.55	0.42	0.34	0.37	0.42
Yoy	51.08%	-24.52%	-17.52%	8.36%	13.06%
毛利率	50.14%	48.08%	46.08%	44.08%	42.08%
(3)其它业务 (亿元)	0.06	0.03	0.01	0.01	0.01
Yoy	28.82%	-53.62%	-50.00%	0.00%	0.00%
毛利率	55.52%	87.56%	80.53%	80.53%	80.53%
总营业收入 (亿元)	4.84	9.16	11.74	14.45	17.15
Yoy	15.66%	89.33%	28.13%	23.06%	18.70%
毛利率	38.82%	35.53%	33.22%	33.96%	34.86%

数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

我们预测 2023-2025 年公司营业收入分别为 11.74/14.45/17.15 亿元，归母净利润分别为 2.06/2.62/3.26 亿元。选取医药装备领域头部公司东富龙、深耕螺旋压缩机产品且应用领域广泛的鲍斯股份，从事磁悬浮空气压缩机研发与销售的磁谷科技，拥有核心技术的综合性压缩机公司开山股份，以及专注于涡旋压缩机的英华特作为可比公司，其 2023-2025 年调整后平均 PE 分别为 27.52/20.10/15.47 倍，高于公司估值。对标可比公司平均水平，给予公司 2024 年 20 倍 PE，目标价 39.22 元。

图表 39：可比公司情况

股票代码	简称	股价	EPS				PE			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300171	东富龙	16.57	1.12	1.15	1.37	1.66	14.79	14.44	12.06	9.96
300441	鲍斯股份	6.93	0.17	0.32	0.40	0.47	41.08	21.66	17.33	14.74
688448	磁谷科技	33.56	0.67	0.80	1.08	1.34	50.20	41.78	31.17	25.04
300257	开山股份	15.40	0.41	0.50	0.70	0.92	37.44	30.80	22.00	16.74
301272	英华特	51.41	1.60	1.71	2.45	3.45	32.06	30.09	20.99	14.91
	调整后平均	24.58	0.73	0.84	1.18	1.61	36.86	27.52	20.10	15.47
603282	亚光股份	26.89	1.67	1.54	1.96	2.43	16.10	17.45	13.71	11.05

数据来源：iFinD，华福证券研究所注：可比公司股价取自 2024 年 1 月 15 日，采用 iFinD 指定年度的盈利预测综合值；PE 调整后平均计算方法为去掉一个最高值、去掉一个最低值后取平均

公司多年来深耕制药装备领域并切入节能装备领域，积累了丰富的技术、产品和客户资源优势，目前公司大力发展 MVR 系统业务，其下游应用领域的快速拓展以及国产替代和出海趋势带动公司订单持续高增，有望成为公司新的业绩增长点。我们预测 2023-2025 年公司营业收入分别为 11.74/14.45/17.15 亿元，归母净利润分别为 2.06/2.62/3.26 亿元，对应 PE 分别 18/14/11 倍，目标价 39.22 元（2024 年 20x）。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5 风险提示

公司产能扩张不及预期导致交货期延长的风险：受下游行业产能扩张影响，公司的核心设备业务量不断增长，现有产能较为紧张，若公司新增产能释放不及预期，则可能导致公司因无法满足客户的交货期要求而丢失订单，进而影响公司业绩提升。

海外市场拓展风险：当前公司整体营收中海外市场的产品贡献占比较小，未来海外市场拓展预计是公司 MVR 产品业绩增长的重要来源，若公司海外市场的拓展进度不及预期，将可能对公司的盈利水平产生不利影响。

MVR 产品国产替代不及预期风险：当前国内 MVR 等产品市场上海外厂商的市场份额依旧较高，国产厂商替代空间较为广阔，但考虑到 MVR 产品对于技术、项目经验要求以及渠道等要求较高，国内厂商有可能不能完全满足上述领域所要求，进而导致 MVR 产品国产替代不及预期的风险。

MVR 产品在各行业应用的渗透率不及预期：当前 MVR 主要应用于化工等领域，但公司同时在持续拓展其在环保、食品等领域的应用，进而为公司带来新的营收增长极；但是若 MVR 产品在各领域的应用渗透率一直较低，可能会对公司的盈利产生不利影响。

主要原材料价格波动的风险：公司生产经营所使用的主要原材料包括钢板、钛板、锻件、阀门类等部件，其采购成本受钢材、钛材等大宗商品的价格变动影响较大，若上述主要原材料采购价格出现大幅上涨而公司不能通过向下游转移、技术创新等方式有效应对，则可能对盈利水平产生不利影响。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。

图表 40：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	222	234	327	490	营业收入	916	1,174	1,445	1,715
应收票据及账款	265	315	364	428	营业成本	591	784	954	1,117
预付账款	74	97	118	138	税金及附加	5	7	8	9
存货	983	1,376	1,674	1,960	销售费用	48	58	72	85
合同资产	74	95	110	122	管理费用	46	60	73	87
其他流动资产	219	274	330	382	研发费用	41	50	61	72
流动资产合计	1,762	2,296	2,813	3,397	财务费用	-2	-2	-2	-3
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-1	0	0	0
固定资产	202	213	336	436	资产减值损失	-14	-6	-6	-6
在建工程	25	61	96	109	公允价值变动收益	0	1	0	0
无形资产	70	72	75	77	投资收益	1	1	2	1
商誉	0	0	0	0	其他收益	15	16	18	20
其他非流动资产	36	37	38	39	营业利润	187	230	293	364
非流动资产合计	333	383	544	661	营业外收入	0	0	0	-1
资产合计	2,096	2,679	3,357	4,059	营业外支出	0	0	0	0
短期借款	17	22	27	32	利润总额	187	230	293	363
应付票据及账款	205	171	208	249	所得税	21	26	33	41
预收款项	0	0	0	0	净利润	166	204	260	322
合同负债	976	1,250	1,537	1,824	少数股东损益	-2	-2	-3	-3
其他应付款	2	2	2	2	归属母公司净利润	168	206	262	326
其他流动负债	268	368	454	501	EPS (按最新股本摊薄)	1.25	1.54	1.96	2.43
流动负债合计	1,468	1,812	2,229	2,608					
长期借款	0	1	2	3					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	51	51	51	51					
非流动负债合计	51	53	54	55					
负债合计	1,519	1,865	2,283	2,663					
归属母公司所有者权益	576	815	1,078	1,403					
少数股东权益	1	-1	-4	-7					
所有者权益合计	576	814	1,074	1,396					
负债和股东权益	2,096	2,679	3,357	4,059					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	117	42	269	307
现金收益	182	226	283	356
存货影响	-384	-393	-298	-286
经营性应收影响	-122	-67	-64	-78
经营性应付影响	115	-34	38	40
其他影响	326	311	310	274
投资活动现金流	1	-72	-184	-153
资本支出	-96	-73	-185	-154
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	97	1	1	1
融资活动现金流	-10	42	8	9
借款增加	-8	6	6	6
股利及利息支付	-1	-1	-1	-1
股东融资	1	34	0	0
其他影响	-2	3	3	4

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	89.3%	28.1%	23.1%	18.7%
EBIT 增长率	74.3%	23.0%	27.6%	24.0%
归母公司净利润增长率	79.1%	23.0%	27.3%	24.1%
获利能力				
毛利率	35.5%	33.2%	34.0%	34.9%
净利率	18.1%	17.4%	18.0%	18.8%
ROE	29.1%	25.3%	24.4%	23.3%
ROIC	30.3%	26.7%	25.9%	24.9%
偿债能力				
资产负债率	72.5%	69.6%	68.0%	65.6%
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	40	43	38	36
存货周转天数	482	542	575	586
每股指标 (元)				
每股收益	1.25	1.54	1.96	2.43
每股经营现金流	0.87	0.31	2.01	2.29
每股净资产	4.30	6.09	8.05	10.49
估值比率				
P/E	21	17	14	11
P/B	6	4	3	3
EV/EBITDA	41	33	26	21

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn