

海外业务增长强劲，公司盈利能力提升

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报, 23 年公司实现营收 21.6 亿, 同比+14.3%; 归母净利润 1.9 亿, 同比+34.7%, 单 Q4 实现营收 6.5 亿, 同比+0.5%, 环比+18.2%, 归母净利润 0.5 亿, 同比+59.5%, 环比-0.8%。海外业务拉动公司营收增长, 盈利能力提升。
- **高毛利海外项目确认收入占比提升至 42%, 期间费用控制良好, 公司盈利能力提升。** 23 年, 公司综合毛利率为 22.5%, 同比+2.4pp, 毛利率提升主要系公司毛利率高的海外业务占比由 15.5% 提升至 42.4%, 且海外业务回款优于国内; 净利率为 8.9%, 同比+1.34pp, 净利率提升幅度小于毛利率主要系公司资产减值增加约 440 万; 期间费用率为 8.0%, 同比-0.8pp, 细分来看, 销售、管理、研发和销售费用率分别为同比+0.05pp、+0.35pp、-0.23pp, -0.96pp, 财务费用率下降较多主要系汇率变动、存款利息收入增加。
- **海外市场营收高增拉动公司业绩增长, 受国内项目交付影响内销承压。** 23 年, 公司实现内销 12.3 亿, 同比-22.0%, 主要系国内项目交付减少, 且国内竞争较为激烈, 内销毛利率下降 1.96pp 至 15.0%。针对海外市场, 公司重点提升项目交付能力, 交付增加、确认收入增加, 23 年实现外销 9.1 亿, 同比+212.2%, 受项目结构影响毛利率下降 5.28pp 至 32.8%; 且海外市场持续拓展, 在巩固中东、东南亚、日韩等传统优势市场同时, 成功新开拓南美洲等市场, 签订公司多个新产品项目, 如首个出口海外用于大型液化天然气装置的绕管换热器项目、公司首套 9 万等级特大型空分设备、海外日产 50 万方/天 LNG 项目等, 海外市场深入拓展, 有望助力公司业绩不断提升。
- **公司市场开拓顺利、新签订单充足, 公司发展未来可期。** 2023 年公司实现新签订单再创历史新高, 约 41 亿 (含税), 同比+8.6%, 近三年来累计新签订单已超 100 亿, 在手订单充足。公司产品性价比优势明显, 在中东、东南亚、中亚及南美洲等地区的国际市场竞争中有较强的成本优势, 有望持续受益于“一带一路”海外出口, 推动公司营收、利润实现稳定增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.6、3.6、4.9 亿元, 对应 EPS 为 1.65、2.22、3.05 元, 当前股价对应 PE 为 12、9、6 倍, 未来三年归母净利润复合增长率 37%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期、扩产建设不及预期、客户项目进展不及预期等风险。

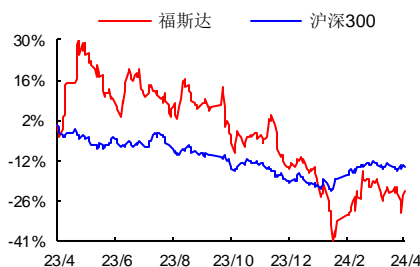
| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 2155.79 | 2699.56 | 3240.74 | 3884.18 |
| 增长率 | 14.30% | 25.22% | 20.05% | 19.85% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 191.15 | 264.30 | 355.31 | 487.58 |
| 增长率 | 34.67% | 38.27% | 34.44% | 37.22% |
| 每股收益 EPS (元) | 1.19 | 1.65 | 2.22 | 3.05 |
| 净资产收益率 ROE | 13.15% | 15.75% | 17.94% | 20.34% |
| PE | 17 | 12 | 9 | 6 |
| PB | 2.18 | 1.89 | 1.60 | 1.32 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 1.60 |
| 流通 A 股(亿股) | 0.50 |
| 52 周内股价区间(元) | 15.25-33.52 |
| 总市值(亿元) | 31.63 |
| 总资产(亿元) | 43.97 |
| 每股净资产(元) | 9.08 |

相关研究

1. 福斯达 (603173): 业绩基本符合预期, Q3 毛利率短期承压 (2023-10-27)
2. 福斯达 (603173): 深冷行业领军企业, 海外市场竞争力突出 (2023-09-02)

盈利预测

关键假设：

公司业务主要以空分设备为主，占比超 95%，可以应用于天然气、煤化工、石油化工、冶金、工业气体等行业。目前下游行业需求旺盛，叠加“一带一路”政策利好，近年来公司新签订单增多，2022-2023 年公司新签订单分别为 33.75 亿元、41 亿元；目前公司新厂区一号厂房已经投入生产，产能有望得到提升，进一步保障公司业绩增长稳定性。预计 2024-2026 年公司空分设备业务整体增速 25%、20%、20%，毛利率随海外业务占比提升稳中有增。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表1：公司分业务收入及毛利率预测

| 单位：百万元 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 空分设备销售 | 收入 | 2064.61 | 2580.76 | 3096.92 | 3716.30 |
| | 增速 | 13.48% | 25.00% | 20.00% | 20.00% |
| | 毛利率 | 21.92% | 24.00% | 25.00% | 26.00% |
| 其他业务 | 收入 | 91.38 | 118.79 | 143.83 | 167.88 |
| | 增速 | 37.22% | 30.00% | 21.07% | 16.73% |
| | 毛利率 | 35.77% | 37.00% | 36.78% | 36.41% |
| 合计 | 收入 | 2155.79 | 2699.56 | 3240.74 | 3884.18 |
| | 增速 | 14.30% | 25.22% | 20.05% | 19.85% |
| | 毛利率 | 22.49% | 24.57% | 25.52% | 26.45% |

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

福斯达是国内深冷装备领军企业，我们选取与公司同属于工业气体设备业务领域的杭氧股份、陕鼓动力作为可比公司，2 家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 18、15、13 倍。福斯达深耕深冷设备领域，具备技术、客户、市场、产品性价比等多重优势，公司目前在手订单充足，且未来订单获取能力强，有望依托“一带一路”持续拓展海外市场，提升盈利能力。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.6、3.6、4.9 亿元，对应 EPS 为 1.65、2.22、3.05 元，当前股价对应 PE 为 12、9、6 倍，未来三年归母净利润复合增长率 37%，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值（截至 2024 年 4 月 19 日）

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | PE（倍） | | |
|-----------|------|-------|--------|------|------|--------------|--------------|--------------|
| | | | 24E | 25E | 26E | 24E | 25E | 26E |
| 002430.SZ | 杭氧股份 | 31.10 | 1.47 | 1.79 | 2.05 | 21.17 | 17.39 | 15.18 |
| 601369.SH | 陕鼓动力 | 9.70 | 0.65 | 0.77 | 0.92 | 14.86 | 12.55 | 10.52 |
| 可比公司平均值 | | | | | | 18.01 | 14.97 | 12.85 |

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 2155.79 | 2699.56 | 3240.74 | 3884.18 | 净利润 | 191.15 | 264.30 | 355.31 | 487.58 |
| 营业成本 | 1671.00 | 2036.22 | 2413.61 | 2856.81 | 折旧与摊销 | 27.32 | 26.07 | 26.07 | 26.07 |
| 营业税金及附加 | 13.68 | 18.90 | 22.69 | 27.19 | 财务费用 | -20.10 | -5.88 | 7.28 | 7.99 |
| 销售费用 | 40.91 | 51.29 | 61.57 | 69.92 | 资产减值损失 | -62.53 | 120.00 | 120.00 | 120.00 |
| 管理费用 | 53.24 | 188.97 | 223.61 | 264.12 | 经营营运资本变动 | 328.24 | -703.90 | -121.25 | -138.42 |
| 财务费用 | -20.10 | -5.88 | 7.28 | 7.99 | 其他 | 49.99 | -94.96 | -91.40 | -85.49 |
| 资产减值损失 | -62.53 | 120.00 | 120.00 | 120.00 | 经营活动现金流净额 | 514.07 | -394.37 | 296.02 | 417.73 |
| 投资收益 | 15.71 | 12.63 | 12.06 | 12.86 | 资本支出 | -72.83 | -70.00 | -50.00 | -40.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.22 | -0.08 | -0.10 | -0.04 | 其他 | -37.84 | 12.55 | 11.96 | 12.82 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -110.67 | -57.45 | -38.04 | -27.18 |
| 营业利润 | 210.62 | 302.61 | 403.93 | 550.96 | 短期借款 | -113.15 | 36.96 | 10.00 | 10.00 |
| 其他非经营损益 | -0.86 | -8.94 | -9.14 | -9.21 | 长期借款 | -20.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 209.76 | 293.67 | 394.79 | 541.75 | 股权融资 | 660.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 18.61 | 29.37 | 39.48 | 54.18 | 支付股利 | -22.40 | -38.23 | -52.86 | -71.06 |
| 净利润 | 191.15 | 264.30 | 355.31 | 487.58 | 其他 | 19.47 | -16.19 | -7.28 | -7.99 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 524.26 | -17.45 | -50.14 | -69.06 |
| 归属母公司股东净利润 | 191.15 | 264.30 | 355.31 | 487.58 | 现金流量净额 | 934.11 | -469.27 | 207.83 | 321.49 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 财务分析指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 1366.59 | 897.33 | 1105.16 | 1426.65 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 1087.86 | 1263.17 | 1543.67 | 1832.23 | 销售收入增长率 | 14.30% | 25.22% | 20.05% | 19.85% |
| 存货 | 645.44 | 784.37 | 930.28 | 1101.76 | 营业利润增长率 | 47.99% | 43.68% | 33.48% | 36.40% |
| 其他流动资产 | 811.22 | 33.78 | 40.55 | 48.60 | 净利润增长率 | 34.67% | 38.27% | 34.44% | 37.22% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 31.52% | 48.19% | 35.46% | 33.79% |
| 投资性房地产 | 19.53 | 19.53 | 19.53 | 19.53 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 294.64 | 349.08 | 383.51 | 407.95 | 毛利率 | 22.49% | 24.57% | 25.52% | 26.45% |
| 无形资产和开发支出 | 96.38 | 85.87 | 75.36 | 64.85 | 三费率 | 3.43% | 8.68% | 9.02% | 8.81% |
| 其他非流动资产 | 75.50 | 75.50 | 75.50 | 75.50 | 净利率 | 8.87% | 9.79% | 10.96% | 12.55% |
| 资产总计 | 4397.16 | 3508.63 | 4173.57 | 4977.08 | ROE | 13.15% | 15.75% | 17.94% | 20.34% |
| 短期借款 | 43.04 | 80.00 | 90.00 | 100.00 | ROA | 4.35% | 7.53% | 8.51% | 9.80% |
| 应付和预收款项 | 1335.74 | 1605.72 | 1928.85 | 2274.07 | ROIC | 44.85% | 40.88% | 33.19% | 39.33% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 10.10% | 11.96% | 13.49% | 15.06% |
| 其他负债 | 1564.83 | 144.87 | 174.23 | 206.00 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 2943.61 | 1830.59 | 2193.07 | 2580.07 | 总资产周转率 | 0.59 | 0.68 | 0.84 | 0.85 |
| 股本 | 160.00 | 160.00 | 160.00 | 160.00 | 固定资产周转率 | 9.98 | 13.11 | 17.03 | 22.22 |
| 资本公积 | 839.27 | 839.27 | 839.27 | 839.27 | 应收账款周转率 | 3.55 | 3.73 | 3.69 | 3.67 |
| 留存收益 | 452.70 | 678.77 | 981.22 | 1397.73 | 存货周转率 | 2.79 | 2.84 | 2.81 | 2.81 |
| 归属母公司股东权益 | 1453.55 | 1678.04 | 1980.49 | 2397.01 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 116.02% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1453.55 | 1678.04 | 1980.49 | 2397.01 | 资产负债率 | 66.94% | 52.17% | 52.55% | 51.84% |
| 负债和股东权益合计 | 4397.16 | 3508.63 | 4173.57 | 4977.08 | 带息债务/总负债 | 1.46% | 4.37% | 4.10% | 3.88% |
| | | | | | 流动比率 | 1.34 | 1.65 | 1.67 | 1.73 |
| | | | | | 速动比率 | 1.12 | 1.22 | 1.24 | 1.30 |
| | | | | | 股利支付率 | 11.72% | 14.46% | 14.88% | 14.57% |
| 业绩和估值指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 217.84 | 322.81 | 437.29 | 585.03 | 每股收益 | 1.19 | 1.65 | 2.22 | 3.05 |
| PE | 16.55 | 11.97 | 8.90 | 6.49 | 每股净资产 | 9.08 | 10.49 | 12.38 | 14.98 |
| PB | 2.18 | 1.89 | 1.60 | 1.32 | 每股经营现金 | 3.21 | -2.46 | 1.85 | 2.61 |
| PS | 1.47 | 1.17 | 0.98 | 0.81 | 每股股利 | 0.14 | 0.24 | 0.33 | 0.44 |
| EV/EBITDA | 7.92 | 6.85 | 4.61 | 2.91 | | | | | |
| 股息率 | 0.71% | 1.21% | 1.67% | 2.25% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售副总监 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 高级销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 高级销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 高级销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旻 | 高级销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| 上海 | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 阚钰 | 销售经理 | 17275202601 | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn |
| | 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn |
| | 欧若诗 | 销售经理 | 18223769969 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售经理 | 15800507223 | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn |
| | 龚怡芸 | 销售经理 | 13524211935 | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn |
| | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| 北京 | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 高级销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 高级销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 高级销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| 广深 | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
