

博隆技术 (603325.SH) 气力输送系统隐形冠军, 拓品类与出海打开成长空间

2024年04月22日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

孟鹏飞 (分析师)

熊亚威 (分析师)

mengpengfei@kysec.cn

xiongyawei@kysec.cn

证书编号: S0790522060001

证书编号: S0790522080004

日期	2024/4/22
当前股价(元)	70.50
一年最高最低(元)	98.90/51.75
总市值(亿元)	47.00
流通市值(亿元)	11.52
总股本(亿股)	0.67
流通股本(亿股)	0.16
近3个月换手率(%)	558.5

● 气力输送系统龙头, 下游高景气, 拓品类与出海打开长期成长空间

公司是国内气力输送设备系统龙头, 国家级专精特新“小巨人”。公司产品以合成树脂为主要应用领域, 下游从石化逐步延伸至有机硅、改性塑料、制药、食品等行业。中短期, 下游资本开支高景气助力公司业绩持续增长; 中长期, 拓品类与出海打开成长空间。我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 12.90/15.74/20.50 亿元; 归母净利润 2.97/3.64/4.84 亿元, EPS 4.46/5.46/7.26 元; 当前股价对应 PE 15.7/12.8/9.6 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 下游合成树脂扩产积极, 公司市占率有望持续提升, 未来增量可观

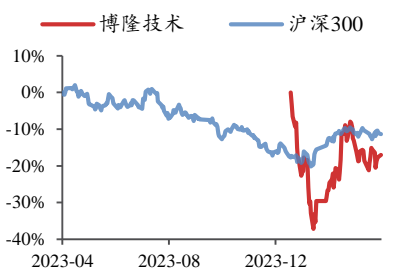
乙烯进入新一轮扩产周期, 带动主要下游合成树脂扩产, 作为核心设备的气力输送系统需求旺盛。根据中国石油和化学工业联合会的预测, 2023-2027 年国内合成树脂领域气力输送设备市场空间累计约 200 亿元, 年平均规模达 40 亿元。我们测算 2022 年市场规模约 22 亿元, 由此可得 2023-2027 年每年平均市场规模相较 2022 年增加 81.8%, 增速保持较高水平。公司当前市占率国内第一, 且有望持续提升, 提供可观的业绩增量。

● 拓品类、出海、设备更新空间广阔, 公司有望复制国际巨头成长路径

合成树脂物化性质特殊, 运输技术难度和稳定性要求高; 公司作为合成树脂气力输送龙头, 切入制药、食品等行业相对容易。参考国际巨头科倍隆、泽普林等发展路径, 均从某一细分领域起家, 通过并购等方式不断拓展品类并进行全球化发展, 公司有望复制, 打开成长天花板。公司已获得金龙鱼、合盛硅业、拜耳等非树脂行业头部客户订单, 市场开拓顺利。公司在 2020 年收购意大利格瓦尼 100% 股权, 发力海外布局, 2020-2022 年公司海外收入从 388 万欧元增长至 795 万欧元, 未来有望持续提升。政策支持设备更新, 同时化工行业需求持续改善, 拉动设备投资需求回暖, 公司将持续受益。

● 风险提示: 下游资本开支下降, 行业竞争加剧风险, 拓品类进展不及预期。

股价走势图



数据来源: 聚源

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	978	1,041	1,290	1,574	2,050
YOY(%)	107.6	6.4	23.9	22.1	30.2
归母净利润(百万元)	241	237	297	364	484
YOY(%)	105.5	-2.0	25.6	22.6	32.9
毛利率(%)	33.1	32.1	32.1	32.3	32.4
净利率(%)	24.7	22.7	23.0	23.1	23.6
ROE(%)	35.9	27.5	25.7	13.3	15.1
EPS(摊薄/元)	3.62	3.55	4.46	5.46	7.26
P/E(倍)	19.3	19.7	15.7	12.8	9.6
P/B(倍)	6.9	5.4	4.0	1.7	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 博隆技术：气力输送系统龙头，国家专精特新小巨人.....	4
1.1、 气力输送系统解决方案领先企业，合成树脂为主要应用领域.....	4
1.2、 营收高速增长，盈利能力持续提升.....	5
1.3、 管理层技术出身，长期经营稳定.....	7
2、 气力输送设备行业：下游需求高景气，行业竞争格局明朗.....	8
2.1、 下游扩产积极，市场空间不断增长.....	8
2.2、 竞争格局明朗，头部企业市占率稳步提升.....	10
3、 成长驱动力：下游高景气，持续受益拓品类及出海.....	12
3.1、 聚烯烃主业快速增长.....	12
3.2、 拓品类打开市场空间.....	14
3.3、 政策明确推进设备更新，海外市场待启航.....	15
4、 盈利预测与投资建议.....	17
4.1、 假设及财务预测.....	17
4.2、 估值水平与投资建议.....	17
5、 风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

图表目录

图 1： 公司典型气力输送成套设备示意图（以聚烯烃产品为例）.....	4
图 2： 公司客户覆盖全球石油、化工、食品、医药等多行业头部企业.....	5
图 3： 2018-2022 年公司营收 CAGR 为 39%.....	5
图 4： 成套系统为公司主要收入来源.....	5
图 5： 2018-2022 年归母净利润 CAGR 为 45%.....	6
图 6： 公司盈利能力稳步提升.....	6
图 7： 公司各项费用率呈现稳步下降趋势.....	6
图 8： 经营性净现金流表现优异.....	6
图 9： 一致行动人合计持股约 57%，控制公司能力强（截至 2024 年 1 月 10 日）.....	8
图 10： 气力输送系统产业链情况.....	8
图 11： 2015-2021 年我国合成树脂产量 CAGR 为 5.5%.....	9
图 12： 2015-2021 年我国合成树脂消费量 CAGR 为 3.9%.....	9
图 13： 2022 年国内聚乙烯进口依赖度为 35%.....	9
图 14： 2022 年国内聚丙烯进口依赖度为 13%.....	9
图 15： 2023-2027 年每年平均规模约为 40 亿元，相较 2022 年增长 81.8%.....	10
图 16： 气力输送设备行业竞争格局呈现“两极化”.....	10
图 17： 2020 年博隆技术市占率为 25.86%.....	11
图 18： 2022 年博隆技术市占率为 47.74%.....	11
图 19： 2016-2023 年乙烯自给缺口不断减少.....	12
图 20： 2020-2023H1 公司新增订单情况.....	13
图 21： 2023Q1-Q3 公司合同负债同比+23%.....	13
图 22： 公司在手订单充裕，2023H1 超 36 亿元.....	13
图 23： 气力输送系统在食品行业的应用.....	14

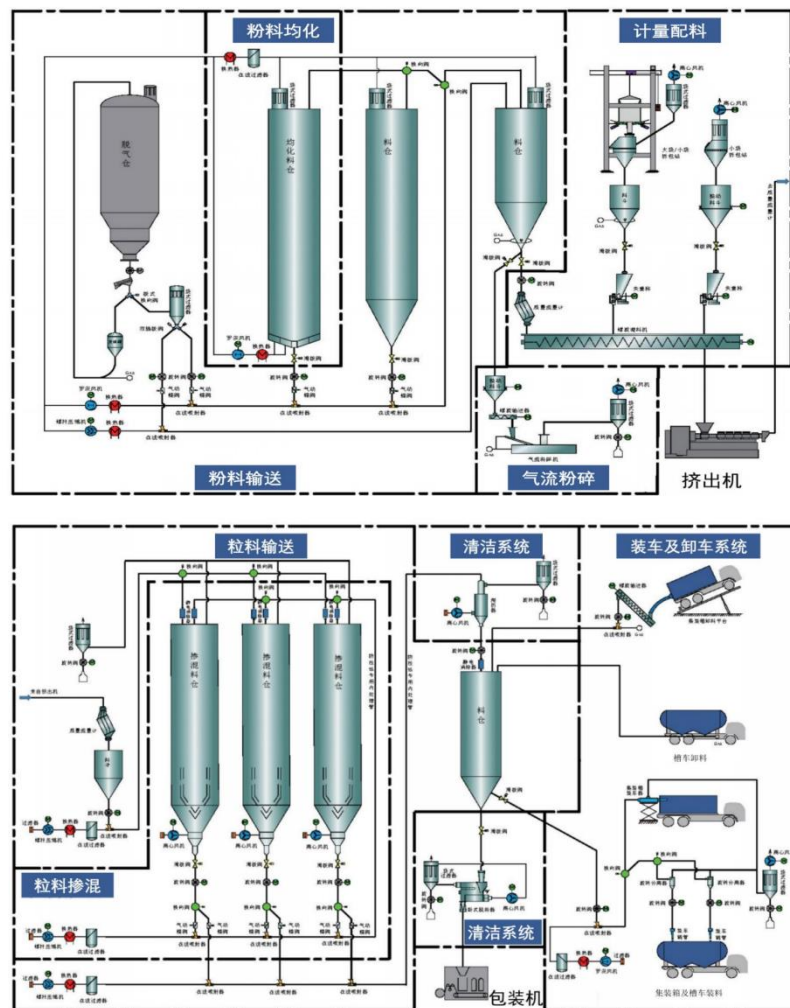
图 24: 粉料均化系统实景图及原理示意图.....	14
图 25: 2024 年 3 月, 化工固定资产投资完成额累计同比+11.9%	16
图 26: 2020-2022 年公司海外收入实现翻倍增长	16
表 1: 公司管理层具有深厚的技术背景和产业经验.....	7
表 2: 国外企业收入体量明显高于国内企业.....	11
表 3: 2023-2025 年国内预计部分新增乙烯产能 2272 万吨	12
表 4: 国际厂商通常跨多个下游发展	15
表 5: 大规模设备更新政策出台时间线梳理.....	15
表 6: 我们预计, 公司 2023-2025 年营业收入分别为 12.90/15.74/20.50 亿元	17
表 7: 公司当前估值水平低于行业均值	18

1、博隆技术：气力输送系统龙头，国家专精特新小巨人

1.1、气力输送系统解决方案领先企业，合成树脂为主要应用领域

主营产品为气力输送成套系统设备，引领进口替代。博隆技术成立于 2001 年，专业提供以气力输送为核心的粉粒体物料处理系统解决方案，打破国外公司在大型聚烯烃装置气力输送系统上的长期垄断。公司主营产品为以粉粒体气力输送技术为核心的成套系统（2022 年收入占比达 80%），也提供计量配料、功能料仓、过滤分离、净化除尘等单一功能系统。

图1：公司典型气力输送成套设备示意图（以聚烯烃产品为例）



资料来源：公司招股说明书

公司主要下游为石油、化工等行业，其中合成树脂为主要应用领域。公司产品以合成树脂为主要应用领域，2020-2022 年国内合计市场占有率排名第一（30%以上）；目前逐步延伸至有机硅、改性塑料、制药、食品等行业。目前公司已为中石化、中石油、中海油、中国神华、中煤集团、恒力石化、宝来巴赛尔石化等客户的诸多大型石化、化工装置提供上千条气力输送线。

图2：公司客户覆盖全球石油、化工、食品、医药等多行业头部企业



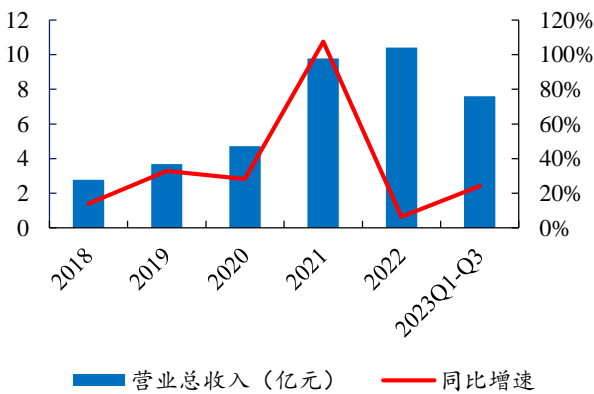
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2、营收高速增长，盈利能力持续提升

受益于下游积极扩产聚烯烃等大型项目，公司营收高速增长。2018-2022 年公司营业总收入从 2.77 亿元增长至 10.41 亿元，年均复合增速 39%，实现高速增长。公司收入快速增长主要系下游合成树脂需求旺盛，石油化工厂商积极扩产，乙烯大型项目投资额增加。此外公司产品逐渐被市场认可，取得较大订单。2023Q1-Q3 公司实现营收 7.60 亿元，同比增长 24%，维持较高的增长势头。

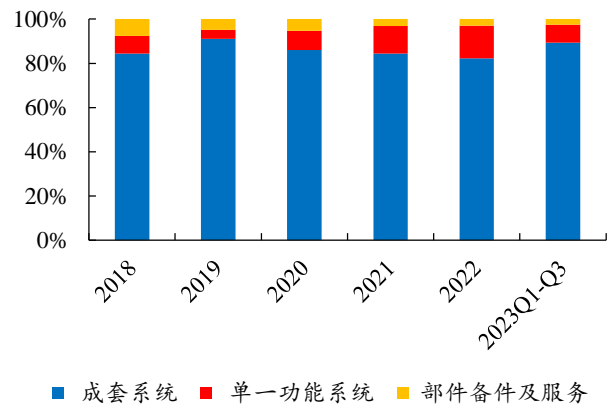
分产品来看，成套系统 2018-2022 年收入平均收入占比为 86%，为公司主要收入来源。成套系统为定制化的大型成套装备，具有单套装备价值高、使用周期长的特点。成套系统订单高增优化公司收入结构，同时带动公司整体收入实现较快增长。

图3：2018-2022 年公司营收 CAGR 为 39%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：成套系统为公司主要收入来源

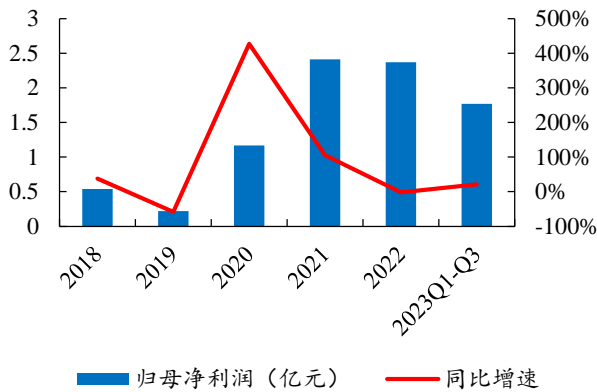


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力稳步提升。2018-2022年公司归母净利润从0.54亿元增长至2.37亿元，其中2019年归母净利润同比下降59%，主要系计提股权激励费用6352万元。2018-2022年公司归母净利润年复合增速45%，高于营收增速，主要系净利率稳步提升。净利率的提升主要来自于毛利率的增长和费用率的下降。

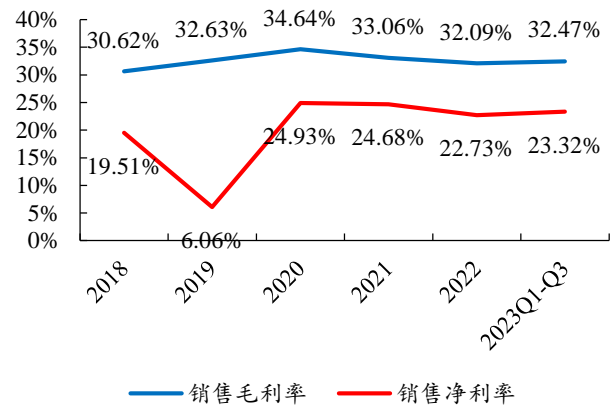
(1) 毛利端：2018-2023Q1-Q3公司毛利率从30.62%增长至32.47%，主要系公司收入结构优化，毛利率较高的大合同数量增加，带动公司整体毛利率提升。

图5：2018-2022年归母净利润 CAGR 为 45%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司盈利能力稳步提升

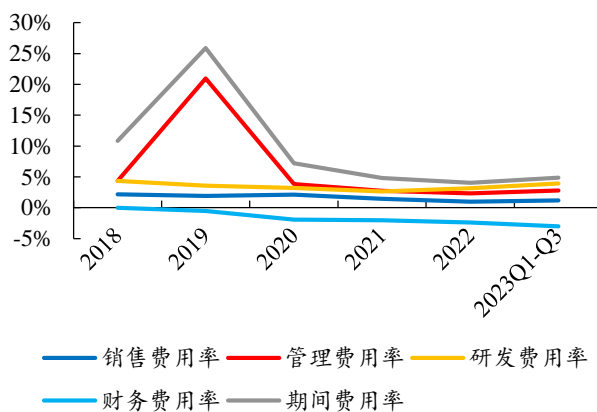


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 费用端：剔除2019年计提大额股份支付费用导致管理费用率大幅提升来看，2018-2023Q1-Q3公司期间费用率总体呈现稳步下降趋势。2023Q1-Q3公司期间费用率为4.9%，相较于2018年下降6.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别下降1.0/1.6/0.4/3.0pct，销售及管理费用下降主要来自于营收规模扩大的规模效应以及疫情扰动，财务费用下降主要来自于汇兑收益及利息收入。往后来看，公司期间费用率有望随销售规模进一步扩大持续降低。

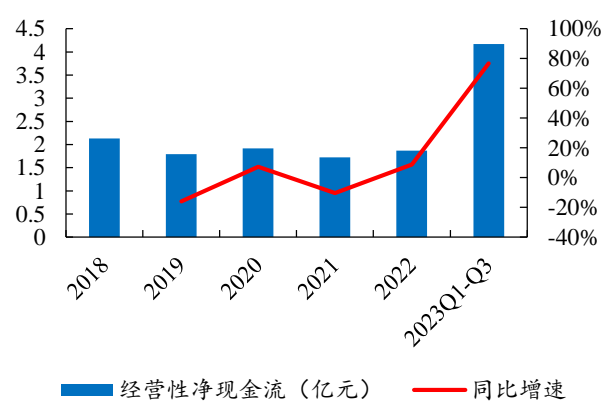
现金流方面，2023Q1-Q3公司经营性净现金流4.17亿元，同比增长77%，其中2023年Q3现金流量净额为2.37亿元，同比增长143%。我们判断主要系公司Q3收到大额销售回款，现金流大幅改善，为公司长期发展奠定资金基础。

图7：公司各项费用率呈现稳步下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：经营性净现金流表现优异



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、管理层技术出身，长期经营稳定

管理层共同创业起家，具有深厚的技术背景和产业经验。2001年，董事长张玲珑带领彭云华、刘昶林等多名中石化兰州设计院同事共同创业，成立博隆有限公司。张玲珑本科为有机化工专业，曾于中石化兰州设计院工作十四年，任副总工程师，自博隆技术创立初期作为核心创始股东、核心技术人员，主导公司经营决策；总工程师刘昶林先生本科为有机化工专业，曾于中石化兰州设计院工作九年。

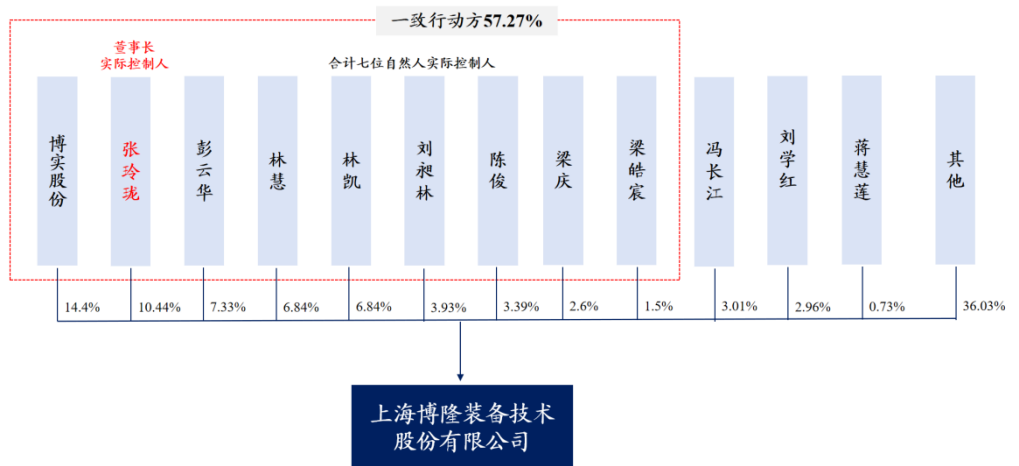
表1：公司管理层具有深厚的技术背景和产业经验

姓名	教育背景	工作经历
张玲珑	本科学历，有机化工专业， 中欧 EMBA	1987年至2001年在中石化兰州设计院工作，曾任副总工程师；2009年至今任公司董事长、总经理，兼任江苏博隆董事长、意大利格瓦尼董事
刘昶林	本科学历，有机化工专业	1992年至2001年任职于中石化兰州设计院；2001年至2020年历任公司总工程师、监事会主席等职务，2020年至今任公司董事、总工程师
彭云华	本科学历，工业电气自动化专业	1982年至1985任甘肃省商业机械厂技术员；1985年至2004年任中石化兰州设计院工程师；1999年至2007年任兰州博隆总经理；2007年至今任公司董事、副总经理、技术部部长
陈俊	本科学历，化工机械专业	1991年至2001年在中石化金陵石化分公司设备研究院任粉体工程室副主任；2001年至今历任公司市场部部长、现场服务部部长、副总经理
林凯	本科学历，机械电子工程专业	2000年至今任浙江旭龙机械工业有限公司总经理
林慧	硕士研究生学历	2006年至2013年任 CGE Management Inc. 门店经理；2013年至2015年任浙江旭龙机械副总经理；2017年至今任安徽弗络肯机械科技有限公司监事
梁庆	大专学历，化工机械专业	1985年至1998年任兰化工程公司设备材料处设备科科员；1998年至2000年任兰化物资装备公司设备科科员；2001年至今历任公司采购部部长、市场经理、公司董事

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

股权激励深度绑定核心成员，长期经营稳定。公司发展中实施多次股权激励，已深度绑定核心成员。根据 Wind 数据显示，截至 2024 年 1 月 10 日，张玲珑、彭云华、林凯、林慧、刘昶林、陈俊及梁庆七位实际控制人合计持股比例 41.37%。此外，国内固体物理后处理设备龙头博实股份对创始团队充分认可，积极投资博隆技术，并在业务布局形成协同。管理层逐步形成了以张玲珑为核心、在面临重大事务时共同决策的习惯，公司整体决策效率高，长期经营稳定。

图9：一致行动人合计持股约 57%，控制公司能力强（截至 2024 年 1 月 10 日）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、气力输送设备行业：下游需求高景气，行业竞争格局明朗

2.1、下游扩产积极，市场空间不断增长

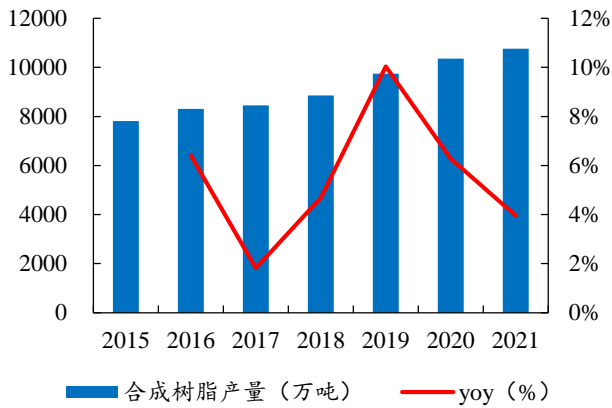
气力输送系统是指利用气流的能量（正负压气体如空气、氮气等），在密闭管道内将物料定量输送到指定地。作为通用设备，在石化、化工、食品、制药、水泥、冶金、火电、环保、新材料等生产流程中涉及粉状、粒状等散状物料输送的众多行业均可应用。具体分下游来看，石化、化工为主要下游，已实现大规模应用；食品、制药等行业中应用也比较广泛，而硅材料、新能源、新材料等新兴行业正逐步推广。

图10：气力输送系统产业链情况

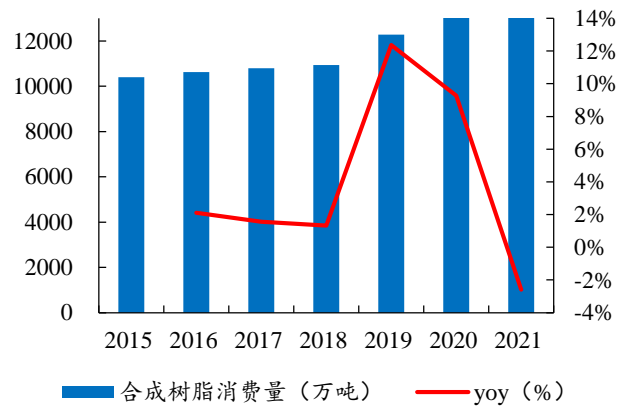


资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

下游合成树脂需求稳健，自给存在一定缺口。中国是全球最大的合成树脂生产国和消费国，2015-2021 年我国合成树脂产量由 0.78 亿元吨增长至 1.08 亿吨，年均复合增长率为 5.5%；同期表观消费量由 1.04 亿吨增长至 1.31 亿吨，年均复合增长率 3.9%。消费量显著高于产量，自给仍存在缺口，且受技术能力的影响，国内仍有部分品种的合成树脂需要大量进口。

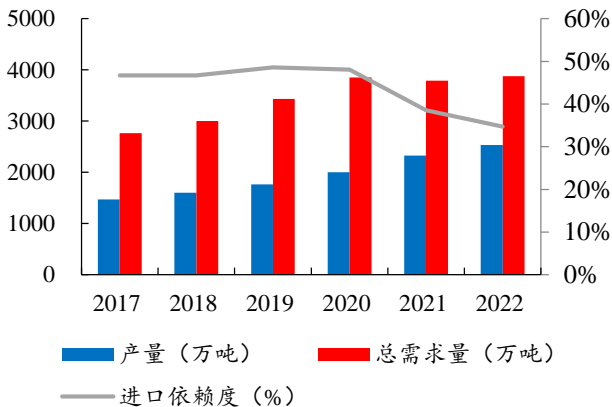
图11: 2015-2021年我国合成树脂产量 CAGR 为 5.5%


数据来源: 智研咨询、开源证券研究所

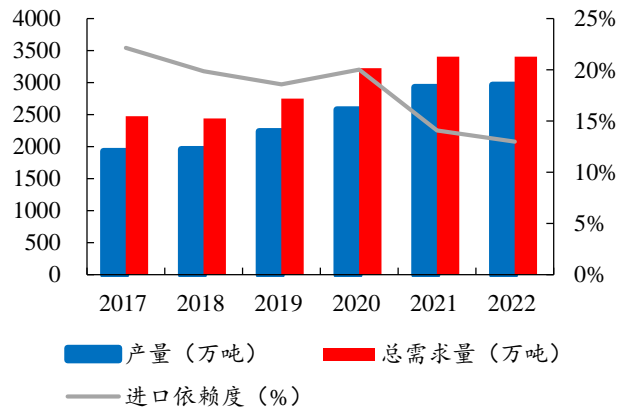
图12: 2015-2021年我国合成树脂消费量 CAGR 为 3.9%


数据来源: 《中国塑料工业年鉴》、开源证券研究所

聚烯烃持续增产，国产替代市场广阔。合成树脂是制造塑料、合成纤维等材料的基础原料，其中产量最大、应用最为广泛的是聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）和其他高级烯烃的聚合物。2017-2022年聚乙烯（PE）和聚丙烯（PP）等高级烯烃聚合物（应用最广的合成树脂种类）产量快速增长，年均复合增长率分别达到11.4%和9.0%，高于行业整体增速。此外两者进口比例仍较高，国产替代空间较大。

图13: 2022年国内聚乙烯进口依赖度为35%


数据来源: 招股说明书、《中国石化市场预警报告》、开源证券研究所

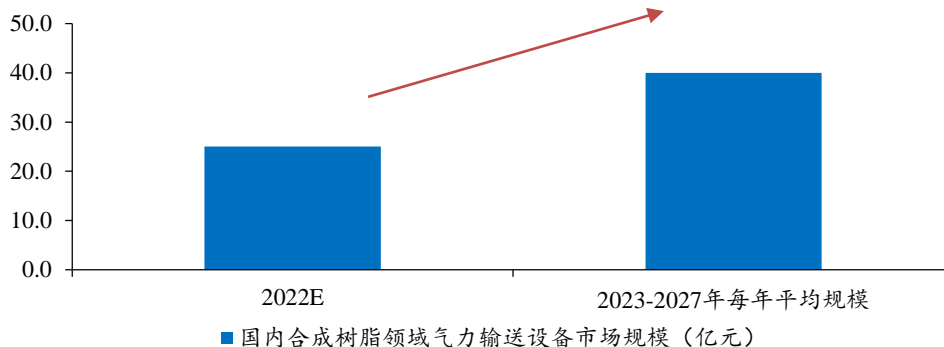
图14: 2022年国内聚丙烯进口依赖度为13%


数据来源: 招股说明书、《中国石化市场预警报告》、开源证券研究所

根据中国石油和化学工业联合会的预测，2023-2027年国内合成树脂合计新建产能将超过过去五年（2018-2022年）的2倍，合成树脂气力输送设备市场空间未来五年累计约200亿元。

由于专用于合成树脂领域的气力输送设备市场过于细分，缺少专业第三方机构进行统计，因此我们假设：

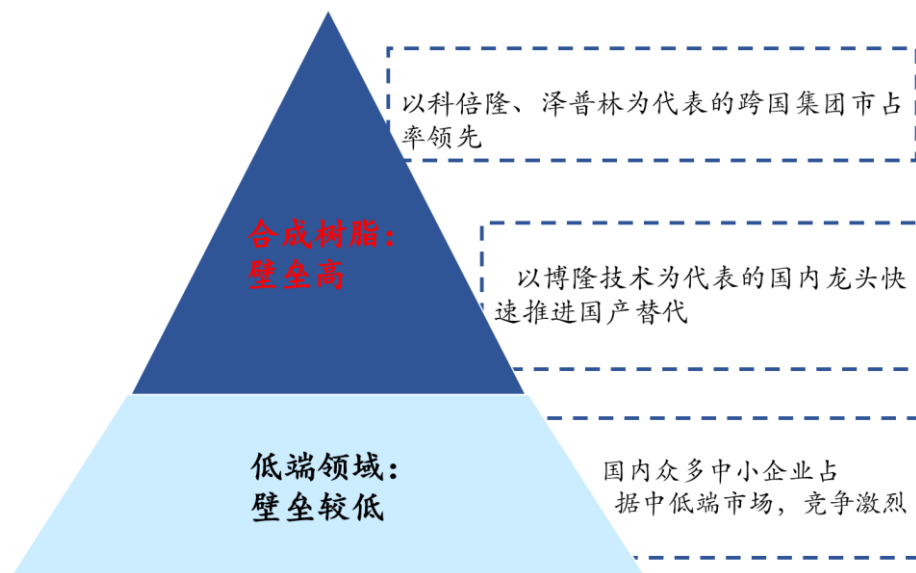
- (1) 博隆技术2022年收入为10.4亿元，市占率为47%左右，由此估算出2022年市场规模约为22亿元；
- (2) 基于(1)的测算和联合会的预测，2023-2027年市场空间年平均规模为40亿元，可得2023-2027年每年平均市场规模相较2022年增加81.8%。

图15：2023-2027年每年平均规模约为40亿元，相较2022年增长81.8%


数据来源：中国石油和化学工业联合会、开源证券研究所

2.2、竞争格局明朗，头部企业市占率稳步提升

气力输送设备行业整体小而散，呈现两极化发展。气力输送设备下游应用广泛，不同领域客户对于产品的性能、稳定性和寿命要求差异较大，因此行业“小而散”的特征明显。而从整体竞争格局来看，数量众多的中小企业在自动化和可靠性要求较低的低端领域中竞争激烈，只有少数具有技术、规模和大型项目经验的企业参与石化行业合成树脂领域的竞争，主要玩家有全球龙头科倍隆、泽普林以及国内龙头博隆技术、上海金申德。

图16：气力输送设备行业竞争格局呈现“两极化”


资料来源：思瀚产业研究院、开源证券研究所

国内合成树脂领域竞争格局明朗，CR3超70%。科倍隆集团为全球龙头，下游覆盖领域广泛，2022年集团收入达42,053万欧元，但其国内子公司主要销售阀门类产品，不直接参与气力输送设备竞争。博隆技术、泽普林和上海金申德为主要玩家，下游均为石化行业，2020-2022年三者市占率分别为41%、27%和5%，合计市占率超70%（国内大型项目招标口径）。

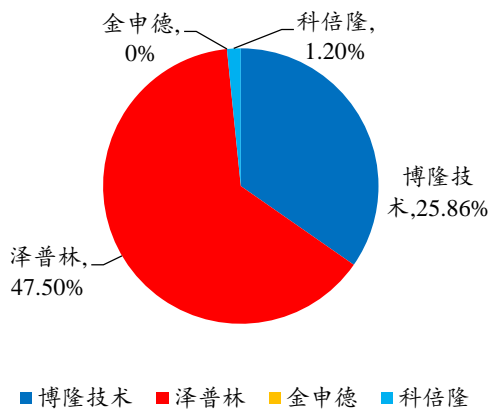
表2：国外企业收入体量明显高于国内企业

公司名称	2022 年收入	产品类型	应用领域	市场份额
科倍隆集团	42,053 万欧元	物料处理系统、旋转阀等 阀门部件和混炼挤出机等 设备	塑料加工及回收、化工、食品、 医药、矿业等	境外聚烯烃市场占有半数以上市场 份额
泽普林集团	383,815 万欧元	工程设备、电力系统、物 料处理系统	建筑、能源、石化、轮胎橡胶、 塑料加工、食品加工及锂电产品 工厂	境内外聚烯烃市场均占有有一定市场 份额，在境内市场份额高于科倍隆， 境外市场份额低于科倍隆
科倍隆（上 海、南京）	981 万欧元 （净利润，营收 未披露）	挤压造粒设备、旋转阀、 换向阀等阀门及系统解决 方案设计	石化、化工、食品、医药、 新能源	在国内 PTA、聚烯烃下游改性塑料、 配混料业务占有较大市场份额
泽普林(上海)	10,763 万欧元	气力输送设备	石化	2020-2022 年平均市场占有率 27.48%
上海金申德	12,825 万元	气力输送设备	石化	2020-2022 年平均市场占有率 5.08%
博隆技术	104,094 万元	气力输送设备	石化、化工	2020-2022 年平均市场占有率 41.17%

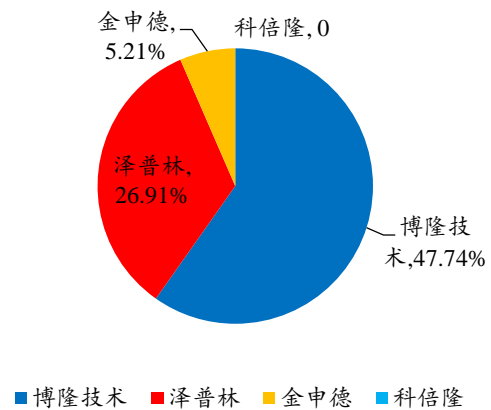
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

注：科倍隆集团的 2022 财年为 2021.10.1-2022.9.30。

博隆技术市占率不断提升，拓品类打开成长空间。2020-2022 年博隆技术市占率从 25.9%提升至 47.7%，增加 21.8pct，市场份额明显提升且主要来自于进口替代。从上表可以看出，大型国际厂商一般跨下游多个行业发展，国内厂商则大多专注重于一两个领域。随着国内厂商不断向外拓展品类，各个细分领域实现进口替代，市场份额将不断向具有技术优势、品牌优势的国内头部企业集中。

图17：2020 年博隆技术市占率为 25.86%


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图18：2022 年博隆技术市占率为 47.74%


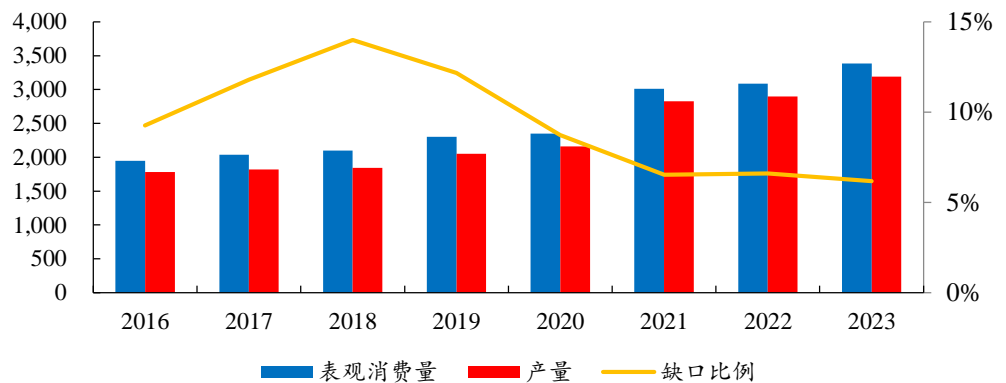
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

3、成长驱动力：下游高景气，持续受益拓品类及出海

3.1、聚烯烃主业快速增长

乙烯投资处于高景气，进入新一轮扩产周期。2023 年我国乙烯产量和表观消费量分别达到 3190 吨和 3387 吨，仍存在一定自给缺口。油价回调进一步利好乙烯产业盈利表现，尽管 2024 年国内乙烯新增产能规模较往年放缓。但考虑到 2025 年后仍有大量产能上马，2024 年将是几年内唯一缓和窗口。

图19：2016-2023 年乙烯自给缺口不断减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

受益国内新建、改造乙烯项目持续增加，公司潜在订单可观。我国第一轮乙烯设备于 80 年代投产，运行近四十年，相关新增和改造项目迎来大规模投资。2023-2027 年合计新增市场规模 200 亿元，年均规模达 40 亿元。结合博隆技术市占率不断提升逻辑，我们认为公司未来业绩增量可观。

表3：2023-2025 年国内预计部分新增乙烯产能 2272 万吨

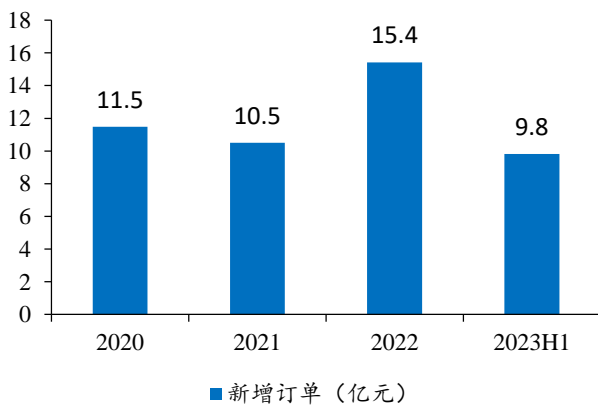
企业/项目	企业性质	工艺路线	乙烯规划产能(万吨/年)	建成年份
三江化工	民营	轻烃裂解	125	2023
宝丰能源三期	民营	煤制烯烃	50	2023
中石化南港乙烯项目	国有	石脑油裂解	120	2023
陕煤集团	国有	煤制烯烃	100	2023
埃克森美孚乙烯项目	外资	原油直接制烯烃	160	2024
华锦石化	国有	石脑油裂解	150	2024
中科炼化(二期)	国有	石脑油裂解	120	2024
山东裕龙石化	民营	石脑油裂解	300	2024
中石化岳阳石化	国有	石脑油裂解	150	2024
中石化广西石化	国有	石脑油裂解	120	2024
中石化大连石化	国有	石脑油裂解	120	2024
中石化吉林石化	国有	石脑油裂解	80 (扩建)	2024
中石化洛阳石化	国有	石脑油裂解	100	2025
广投石化	国有	轻烃裂解	60	未知
四川能源	国有	轻烃裂解	60	未知
中石油长庆二期	国有	乙烷制烯烃	120	2026

企业/项目	企业性质	工艺路线	乙烯规划产能(万吨/年)	建成年份
巴斯夫乙烯项目	外资	石脑油裂解	100	2026
神沙煤制烯烃	中外合资	煤制烯烃	37	未知
宝丰能源内蒙古二期项目	民营	煤制烯烃	70	未知
宝丰能源内蒙古二期项目	民营	煤制烯烃	130	未知
合计			2272	

资料来源：国家级安庆高新技术产业开发区官网、开源证券研究所

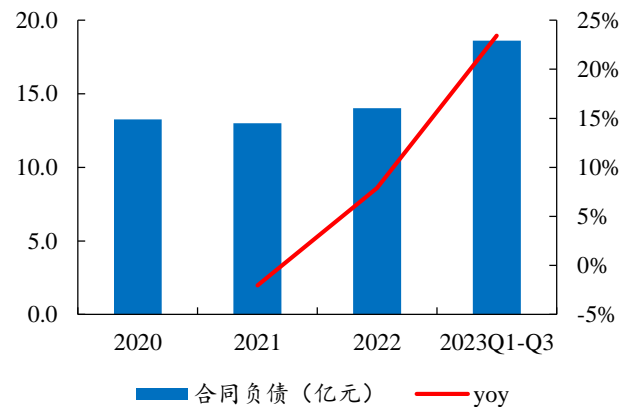
2021-2023H1 公司新增订单增速快，在手订单充裕保障未来收入。2021-2022年公司新增订单分别为 10.5/15.2 亿元，增速达 50%；2023H1 新增订单为 9.8 亿元，全年来看新增订单增速仍保持较快水平。合同负债来看，2020-2022 年公司合同负债基本稳定在 13-14 亿元，2023 年在大型乙烯项目投产加速背景下，前三季度公司合同负债增至 18.6 亿元，同比+23%，在手订单充裕保障公司未来收入。

图20：2020-2023H1 公司新增订单情况



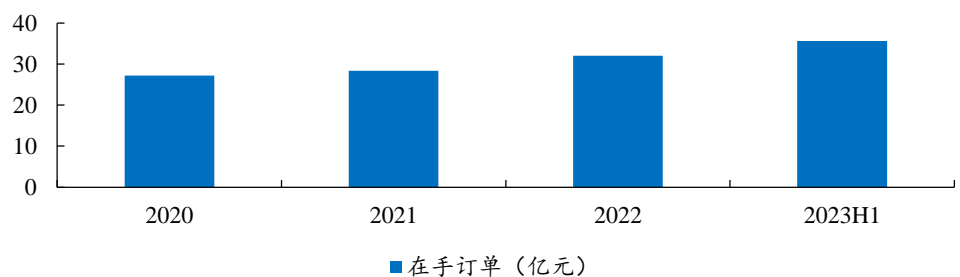
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2023Q1-Q3 公司合同负债同比+23%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：公司在手订单充裕，2023H1 超 36 亿元

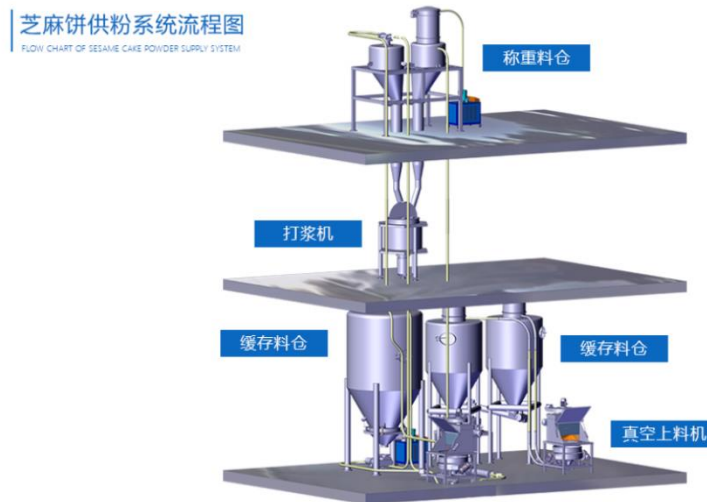


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、拓品类打开市场空间

气力输送系统应用领域广泛，涵盖石化化工、改性塑料、精细化工、硅材料、锂电池、食品、医药等众多行业。目前国内气力输送系统在除石化外的其他细分行业市场的应用渗透率不均衡，随着国家强调绿色生产、严格限制污染物排放，气力输送系统有助于清洁生产，消除粉尘爆炸等危险因素，预计会得到进一步渗透和推广应用。

图23：气力输送系统在食品行业的应用



资料来源：高服机械官网，开源证券研究所

合成树脂物化性质特殊，运输技术难度最高；石化行业要求极高稳定性和安全性，需要长期经验沉淀。综合来看，公司作为合成树脂龙头，切入难度相对低的制药、食品等行业没有明显壁垒。

相比于其他材料，运输合成树脂的关键变量测定（如气体速度、粉粒体颗粒特征、粉粒体携带量、管道尺寸和结构、粉粒体给料装置等）需要长期的研发积累，技术难度高。以聚乙烯来说，其粘度对于温度变化非常敏感，需要严格控制温度、湿度、压力等条件，以避免提前固化。此外，石化、化工行业自动化程度高、规模大，要求兼顾稳定性和安全性。公司已在化工行业积累了较多的项目经验，往难度相对较低的食品、制药等行业拓展具备可行性。

图24：粉料均化系统实景图及原理示意图



资料来源：公司招股说明书

公司跨下游发展空间广阔，有望复制大型国际厂商成长路径。目前其他细分行业中国际厂商占据优势地位，如科倍隆集团优势行业包括食品、医药等，泽普林集团优势行业包括能源、轮胎橡胶、食品及锂电等。从下表也可看出，跨下游横向发展的集团营收体量远高于公司，市场空间广阔。2023 年科倍隆收购德国申克的食物和高性能材料业务，申克为该领域领先制造商。公司目前已获得金龙鱼等头部食品行业客户订单，市场开拓顺利。

表4：国际厂商通常跨多个下游发展

公司名称	2022 年收入	产品类型	应用领域	市场份额
科倍隆集团	42,053 万欧元	物料处理系统、旋转阀等 阀门部件和混炼挤出机等 设备	塑料加工及回收、化工、食品、 医药、矿业等	境外聚烯烃市场占有半数以上市场 份额
泽普林集团	383,815 万欧元	工程设备、电力系统、物 料处理系统	建筑、能源、石化、轮胎橡胶、 塑料加工、食品加工及锂电产品 工厂	境内外聚烯烃市场均占有一定市场 份额，在境内市场份额高于科倍隆， 境外市场份额低于科倍隆
科倍隆（上 海、南京）	981 万欧元 （净利润，营收 未披露）	挤压造粒设备、旋转阀、 换向阀等阀门及系统解决 方案设计	石化、化工、食品、医药、 新能源	在国内 PTA、聚烯烃下游改性塑料、 配混料业务占有较大市场份额

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

注：科倍隆集团的 2022 财年为 2021.10.1-2022.9.30。

3.3、政策明确推进设备更新，海外市场待启航

2024 年以来，大规模设备更新政策逐步落地。3 月 13 日国务院出台方案明确行动方向，提出推进重点行业设备更新改造。

《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》提出到 2027 年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上；重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平，环保绩效达到 A 级水平的产能比例大幅提升，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过 90%、75%。

其中关于设备更新行动，重点围绕推进新型工业化，以节能降碳、超低排放、安全生产、数字化转型、智能化升级为重要方向，聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业，大力推动生产设备、用能设备、发输配电设备等更新和技术改造。

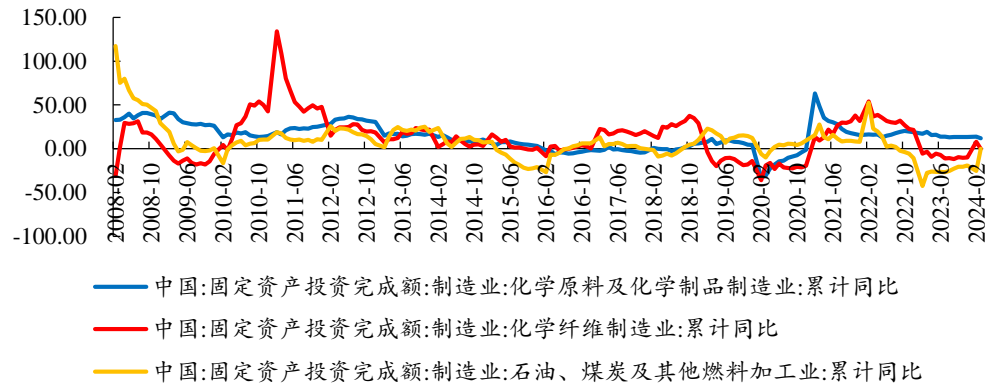
表5：大规模设备更新政策出台时间线梳理

时间	主体	内容
2024 年 2 月 23 日	中央财经委员会 第四次会议	习近平总书记强调要“推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”，正式明确推动大规模设备更新
2024 年 3 月 1 日	国务院常务会议	国务院总理李强在国务院常务会议上审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》
2024 年 3 月 13 日	国务院	国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》

资料来源：国务院官网、开源证券研究所

流程工业设备已进入大规模更新换代节点，其中石油化工固定资产投资已率先进入筑底阶段。2020-2021年，我国化工企业曾加速扩张，自2022年以来，化工固定资产投资额增速出现显著下降并进入筑底阶段。我们认为随着2024年化工产业需求改善，有望带动行业设备投资需求回暖。

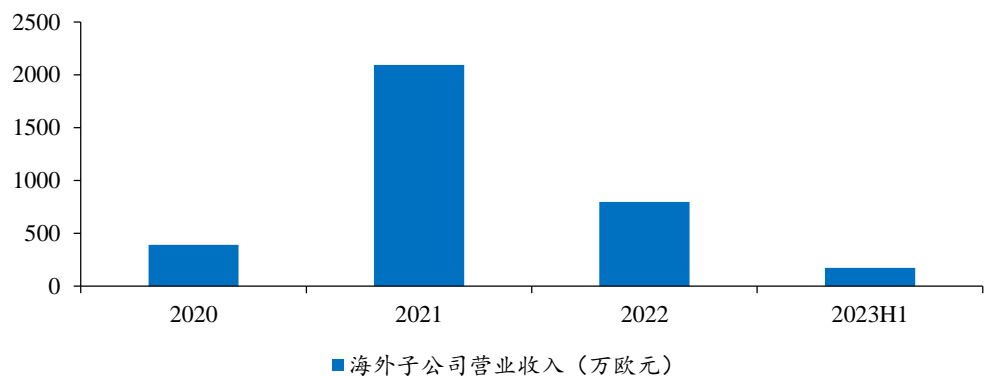
图25：2024年3月，化工固定资产投资完成额累计同比+11.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

积极布局海外市场，提升全球市场竞争力。公司于2020年全资收购意大利格瓦尼100%股权，发力海外布局，目前已经美国、欧盟、俄罗斯、印度、中东等多个国家及地区进行销售网络和服务中心布局，2020-2022年公司海外收入从388万欧元增长至795万欧元。未来公司将持续加强海外品牌建设，加强与海外项目总包商的业务合作，充分利用“一带一路”“走出去”等政策机遇，积极承揽国外大型气力输送系统项目，提高海外市场市占率。

图26：2020-2022年公司海外收入实现翻倍增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、假设及财务预测

公司是国内气力输送设备系统龙头，2022 年市占率约 47%。公司产品以合成树脂为主要应用领域，下游从石化逐步延伸至有机硅、改性塑料、制药、食品等行业。中短期，下游资本开支高景气助力公司业绩持续增长；中长期，拓品类与出海打开成长空间。

我们假设公司各业务增长情况如下：

气力输送系统成套设备业务，受益下游乙烯扩产、拓品类及出海等需求拉动，作为核心设备的气力输送成套系统需求旺盛。预计 2023-2025 年营收增速分别达 23.0%/22.0%/30.0%，毛利率分别达 34.3%/34.5%/34.6%；

单一功能系统业务，受益下游乙烯扩产、拓品类及出海等需求拉动，公司也将通过售卖单一功能系统设备参与某些大型项目。预计 2023-2025 年营收增速分别达 30.0%/23.0%/32.0%，毛利率分别达 19.2%/19.5%/20.0%；

部件备件及服务业务，公司非核心业务，将伴随公司营收规模增长而成长。预计 2023-2025 年营收增速分别达 20.0%/19.0%/27.0%，毛利率为 38.5%/39.0%/39.0%。

表6：我们预计，公司 2023-2025 年营业收入分别为 12.90/15.74/20.50 亿元

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	471.19	978.03	1040.94	1289.73	1574.36	2050.26
YoY	28.28%	107.57%	6.43%	23.90%	22.07%	30.23%
综合毛利率	34.64%	33.06%	32.09%	32.08%	32.28%	32.40%
成套输送系统						
营业收入（百万元）	405.04	824.97	855.46	1052.21	1283.70	1668.81
YoY	21.07%	103.68%	3.70%	23.00%	22.00%	30.00%
毛利率	36.45%	34.53%	34.18%	34.30%	34.50%	34.60%
单一功能系统						
营业收入（百万元）	41.08	121.67	154.10	200.33	246.41	325.26
YoY	170.59%	196.17%	26.65%	30.00%	23.00%	32.00%
毛利率	16.44%	21.26%	19.03%	19.20%	19.50%	20.00%
部件备件及服务						
营业收入（百万元）	24.85	30.73	30.99	37.18	44.25	56.20
YoY	41.95%	23.64%	0.84%	20.00%	19.00%	27.00%
毛利率	35.75%	39.64%	38.78%	38.50%	39.00%	39.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、估值水平与投资建议

公司是国内气力输送设备系统龙头，2022 年市占率约 47%。公司产品以合成树脂为主要应用领域，下游从石化逐步延伸至有机硅、改性塑料、制药、食品等行业。中短期，下游资本开支高景气助力公司业绩持续增长；中长期，拓品类与出海打开

成长空间。

我们预计，公司 2023-2025 年营业收入分别为 12.90/15.74/20.50 亿元；归母净利润为 2.97/3.64/4.84 亿元，EPS 为 4.46/5.46/7.26 元；当前股价对应 PE 15.7/12.8/9.6 倍。考虑到公司在国内没有直接可比的上市公司，我们选择产品同属于石化、化工行业且业务模式上非常类似的博实股份、兰石重装和卓然股份作为行业可比，其 2023-2025 年平均 PE 分别为 19.8/14.1/11.1 倍，公司当前估值水平低于行业均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：公司当前估值水平低于行业均值

公司代码	公司名称	收盘价（元）	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002698.SZ	博实股份	15.0	0.67	0.87	1.08	22.45	17.29	13.93
688121.SH	卓然股份	17.2	1.42	2.93	4.43	12.10	5.85	3.87
603169.SH	兰石重装	5.0	0.20	0.26	0.32	24.95	19.19	15.59
						19.83	14.11	11.13
603325.SH	博隆技术	69.7	4.46	5.46	7.26	15.64	12.77	9.61

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：表中博实股份、兰石重装、博隆技术数据来源为开源证券研究所，其他来源为 Wind 一致预期。最新收盘日 2024 年 4 月 19 日。

5、风险提示

下游资本开支意愿下降：公司收入主要来自于石化行业，若下游不景气导致资本开支意愿下降，会而导致公司业绩受影响。

行业竞争加剧风险：公司在国内聚乙烯、聚丙烯等聚烯烃新建项目中占据近半数市场份额，若未来行业内新进入者增多，行业竞争格局恶化，则会对公司的收入和盈利能力都带来较大的负面影响。

拓品类进展不及预期风险：为了拓展未来成长空间，公司正积极往食品、制药等行业拓展，若公司拓品类进展不及预期，可能会出现公司未来成长空间受限的风险。

政策支持力度不及预期：乙烯设备已经进入新一轮更新周期，公司有望受益于此次大规模设备更新政策。若后续政策支持力度不及预期，可能会对公司订单产生不利影响。

国际地缘政治风险：公司正积极拓展海外市场，海外市场有望成为未来公司重要的收入来源，若出现国际地缘政治风险，则会对公司海外经营带来不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2174	1967	2357	3573	4044
现金	405	362	448	1557	1019
应收票据及应收账款	141	253	0	0	0
其他应收款	9	10	14	16	23
预付账款	65	142	114	198	209
存货	1095	1052	1609	1629	2580
其他流动资产	459	148	172	173	213
非流动资产	172	672	678	685	699
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	14	56	59	62	71
无形资产	16	15	18	20	23
其他非流动资产	142	600	601	602	604
资产总计	2345	2638	3036	4258	4743
流动负债	1665	1770	1870	1521	1522
短期借款	0	0	349	0	0
应付票据及应付账款	237	248	0	0	0
其他流动负债	1428	1522	1521	1521	1522
非流动负债	9	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	8	8	8	8
负债合计	1673	1778	1878	1529	1530
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	50	50	50	67	67
资本公积	320	320	320	1512	1512
留存收益	307	493	791	1155	1639
归属母公司股东权益	672	861	1158	2730	3214
负债和股东权益	2345	2638	3036	4258	4743

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	172	187	-262	232	-566
净利润	241	237	297	364	484
折旧摊销	3	4	6	7	9
财务费用	-20	-25	-13	-31	-50
投资损失	-1	-0	-1	-1	-1
营运资金变动	-53	-48	-552	-100	-998
其他经营现金流	1	20	0	-8	-10
投资活动现金流	7	-181	-12	-13	-22
资本支出	27	24	13	14	22
长期投资	31	-185	0	0	0
其他投资现金流	3	28	1	0	0
筹资活动现金流	-2	-54	11	1239	50
短期借款	0	0	349	-349	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	17	0
资本公积增加	0	0	0	1191	0
其他筹资现金流	-2	-54	-338	380	50
现金净增加额	174	-47	-263	1458	-538

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	978	1041	1290	1574	2050
营业成本	655	707	876	1066	1386
营业税金及附加	4	7	9	9	13
营业费用	14	10	13	16	21
管理费用	27	24	26	36	47
研发费用	26	33	39	47	61
财务费用	-20	-25	-13	-31	-50
资产减值损失	0	-5	-3	-6	-8
其他收益	5	4	5	5	5
公允价值变动收益	-0	0	-0	-0	-0
投资净收益	1	0	1	1	1
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	282	273	344	421	560
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	282	273	344	421	559
所得税	41	36	46	57	76
净利润	241	237	297	364	484
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	241	237	297	364	484
EBITDA	275	267	350	413	539
EPS(元)	3.62	3.55	4.46	5.46	7.26

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	107.6	6.4	23.9	22.1	30.2
营业利润(%)	105.1	-3.4	26.1	22.6	32.8
归属于母公司净利润(%)	105.5	-2.0	25.6	22.6	32.9
获利能力					
毛利率(%)	33.1	32.1	32.1	32.3	32.4
净利率(%)	24.7	22.7	23.0	23.1	23.6
ROE(%)	35.9	27.5	25.7	13.3	15.1
ROIC(%)	161.7	-187.4	68.1	63.8	29.2
偿债能力					
资产负债率(%)	71.3	67.4	61.9	35.9	32.2
净负债比率(%)	-59.9	-41.8	-8.5	-57.0	-31.7
流动比率	1.3	1.1	1.3	2.3	2.7
速动比率	0.4	0.4	0.3	1.1	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5
应收账款周转率	9.6	6.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.5	7.3	22.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.62	3.55	4.46	5.46	7.26
每股经营现金流(最新摊薄)	2.58	2.80	-3.94	3.49	-8.48
每股净资产(最新摊薄)	10.08	12.91	17.36	40.94	48.20
估值比率					
P/E	19.3	19.7	15.7	12.8	9.6
P/B	6.9	5.4	4.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	11.2	11.6	9.6	4.6	4.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn