

克莱特(831689)

通风冷却系统“小巨人”，成长稳分红稳

投资要点：

公司从事通风冷却系统研发和制造，业务受益于轨交设备以旧换新、造船大周期及核电机组核准加速。公司是国家级专精特新“小巨人”和国家级单项制造冠军。公司业绩稳健增长，经营性净现金流持续为正，过往年份稳定分红，兼具价值和成长属性。

➤ 通风冷却设备商“小巨人”，业绩稳健增长

公司主营业务可划分轨道交通/新能源/海洋工程与舰船风机和冷却系统、冷却塔和空冷器五大类。2023年归母净利润6057万，CAGR（2019-2023年）为28.8%。公司具备定制化研发能力，践行大客户战略，与客户粘性强，同时能保持高于竞争对手的毛利率。

➤ 收入结构较为均衡，2023年船舶业务增速最快

1) 轨交领域主要供货和谐号、复兴号高铁，客户有中国中车、庞巴迪等；2023年营收1.2亿，占比23.1%，毛利率为38.9%。2) 新能源领域与四大核集团均有合作，风电主要客户为明阳智能；2023年能源板块营收1.1亿，占比22.5%，毛利率为31.2%。3) 海洋工程领域船舶订单持续向好，2023年营收7058万元，同比增长122.5%，占比13.9%，毛利率为27.9%。4) 制冷风机领域稳健成长，2023年营收为1.1亿，占比22.3%，毛利率为21.6%。5) 冷却塔领域较为平稳，2000年起成为SPX和BAC的配套供应商，2023年营收9224万，占比18.2%，毛利率为28.1%。

➤ 未来轨交领域以旧换新有效拉动成长，核电业务增速最快

轨交以旧换新政策驱动，预计2026年轨交业务营收增速30%。造船大周期将继续带动船舶业务快速成长。公司已成功取得核电资质，随着近两年核电机组核准加速，公司招投标项目持续增加，目前核电在手合同超9000万，叠加山东半岛新项目投标推进，预计增速最快。

➤ 盈利预测、估值与评级

预计公司2024-2026年实现营收5.83/6.61/7.85亿元，CAGR（2023-2026E）为15.6%；2024-2026年实现归母净利润6546/6990/8052万元，CAGR（2023-2026E）为10%。参照可比公司wind一致预测、估值及公司自身成长性和分红能力，我们给予公司2024年14-15倍PE，对应目标市值9.2-9.8亿，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济不及预期；竞争格局变差；客户开发不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	422	508	583	661	785
增长率(%)	7.7%	20.4%	14.8%	13.3%	18.7%
EBITDA(百万元)	70	84	131	139	157
归母净利润(百万元)	50	61	65	70	81
增长率(%)	10%	21%	8%	7%	15%
EPS(元/股)	0.68	0.83	0.89	0.95	1.10
市盈率(P/E)	17	14	13	12	11
市净率(P/B)	2.07	1.89	1.72	1.57	1.42
EV/EBITDA	8.08	14.38	6.69	6.05	5.16

数据来源：公司公告、wind，国联证券研究所预测；股价为2024年05月31日收盘价

行业： 机械设备/通用设备
投资评级： 增持（首次）
当前价格： 11.60元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	73.4/35.69
流通A股市值(百万元)	414
每股净资产(元)	6.31
资产负债率(%)	34.27
一年内最高/最低(元)	18.98/7.75

股价相对走势



作者

分析师：武钊西
执业证书编号：S0590524010004
邮箱：wuyx@glsc.com.cn
分析师：刘建伟
执业证书编号：S0590524050005
邮箱：jwl@glsc.com.cn

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

公司从事通风冷却系统研发和制造，业务受益于轨道交通设备以旧换新、造船大周期及核电机组核准加速。公司是国家级专精特新“小巨人”和国家级单项制造冠军，定制化研发能力强。公司业绩稳健增长，经营性净现金流持续为正，以及过往年份稳定分红，2021-2023 年股息率（收盘日 2024/5/31）分别为 2.6%、2.6%、4.3%。综合来看，兼具价值和成长属性。

不同于市场的观点。市场认为风机领域大行业小公司，又处于产业链中游位置，下游整机厂更为强势，导致风机类配件供应商同质化竞争激烈，议价能力弱，再加上格局分散，成长天花板低。我们认为通风冷却系统属于通用设备，站在当下时点，需求端利好政策持续释放或将带动经济预期转好，通用设备有望显著受益，叠加公司自身 α 能力，卡位轨交、核电、船舶、数据中心等高增长领域，优质客户保证毛利率稳定，公司有望持续成长。

核心假设

轨交领域显著受益于以旧换新业务。新能源领域核电增速拐点向上，风电订单或将收缩，燃气轮机业务稳健增长，整体板块微弱成长。**制冷领域**，受益于预制菜和生鲜产业发展，冷链业务增速较快。**冷却塔业务稳健成长**，大型商超等基建领域保持低速增长，数据中心新业务有望拉动成长。**海洋工程业务**，在手订单充裕处于快速成长期，公司今年新增 5000 平方米船舶领域产能，预计下半年开始投产，满足订单交付需求。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2024-2026 年实现营收 5.83/6.61/7.85 亿元，CAGR（2023-2026E）为 15.6%；2024-2026 年实现归母净利润 6546/6990/8052 万元，CAGR（2023-2026E）为 10%。公司具有正向设计能力，研发能力较同类公司强，毛利率水平高于可比公司，参照可比公司 wind 一致预测和估值，综合考虑公司体量和成长性，以及历史持续分红能力，我们给予公司 2024 年 14-15 倍 PE，目标市值 9.2 亿-9.8 亿，首次覆盖，给予“增持”评级。

正文目录

1.	通风冷却设备“小巨人”，业绩增速稳健	4
1.1	多年深耕通风冷却行业，股权结构稳定	4
1.2	业绩稳健增长，在手订单充裕	5
2.	风机竞争格局分散，下游多领域高景气	7
2.1	轨交领域：设备更新改造带动新增长点	7
2.2	新能源领域：核电项目核准加速，风电竞争激烈	10
2.3	舰船和燃气轮机领域：运输船订单大增	12
2.4	工业冷却领域：生鲜配送和预制菜推动冷链需求	13
3.	公司看点：轨交/核电/船舶发力+稳定分红	14
3.1	聚焦头部客户，研发能力强大	14
3.2	以旧换新政策驱动，轨交/船舶业务高增	15
3.3	核电成长空间可观，积极拥抱海外市场	16
3.4	分红稳定，注重股东回报	17
4.	盈利预测与估值	17
4.1	盈利预测	17
4.2	估值与评级	18
5.	风险提示	19

图表目录

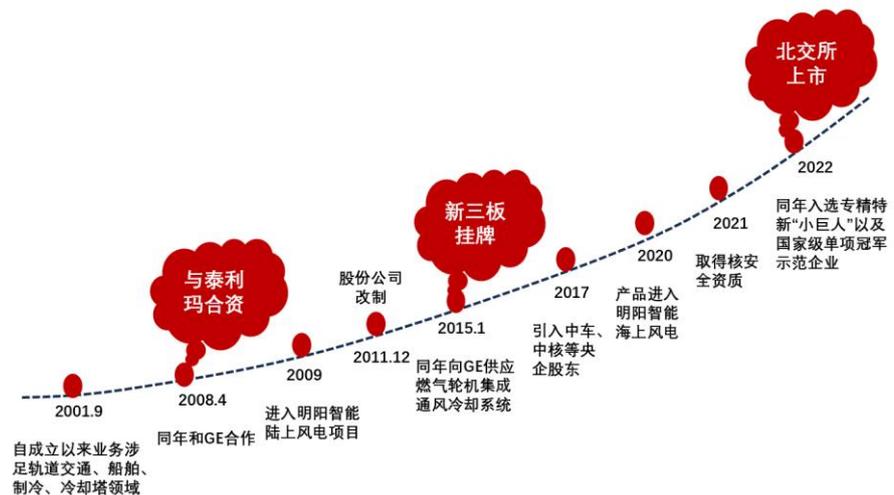
图表 1:	公司发展历程	4
图表 2:	公司股权结构（截止到 2024 年一季度）	5
图表 3:	2021-2023 公司营收按业务结构及占比	5
图表 4:	2021-2023 公司业务按区域划分	5
图表 5:	2019-2024Q1 公司营收和同比增速	6
图表 6:	2019-2024Q1 公司归母净利润及增速、扣非净利润	6
图表 7:	2019-2024Q1 公司毛利率和净利率	6
图表 8:	2019-2024Q1 公司 ROE	6
图表 9:	通风冷却设备制造业上下游产业链	7
图表 10:	近十年全国铁路固定资产投资额及增速	8
图表 11:	近 10 年城轨年度完成建设投资额及增速	8
图表 12:	2024 年以来轨道交通相关政策	9
图表 13:	2022 年城市轨道交通通风系统中标金额前十排名	9
图表 14:	2023 年世界新开工建设核电机组	10
图表 15:	2013-2022 商运核电机组装机规模	11
图表 16:	全国发电装机容量统计分布图	11
图表 17:	2023 中国风电新增和累计装机容量	11
图表 18:	2021-2023 海洋工程风机收入	12
图表 19:	2023 年完工船舶产品占比	12
图表 20:	截止到 2023 年主要船型船龄分布	13
图表 21:	2020-2026 年中国预制菜市场规模及预测	14
图表 22:	2017-2022 商用制冷设备销售额及销量	14
图表 23:	克莱特主要客户	14
图表 24:	公司在研项目	15
图表 25:	2021-2023 年轨道交通业务收入和毛利率	16
图表 26:	核电风机领域 7 家设计制造持证单位	16
图表 27:	营收及毛利率拆分表	18
图表 28:	可比公司业务及业务规模	19
图表 29:	可比公司估值表	19

1. 通风冷却设备“小巨人”，业绩增速稳健

1.1 多年深耕通风冷却行业，股权结构稳定

冷却方案专精特新“小巨人”。公司成立于 2001 年，主要从事通风机、通风冷却系统等通风与空气处理系统装备研发和制造。是一家以高效率、低噪声、轻量化为核心技术特点的工业装备热管理解决方案制造服务商。公司采用直销模式，为各领域头部客户提供定制化服务，具备显著竞争优势。公司多次承担国家火炬计划项目等重大科研项目，先后被工信部评为国家级专精特新“小巨人”企业和国家级单项冠军示范企业。

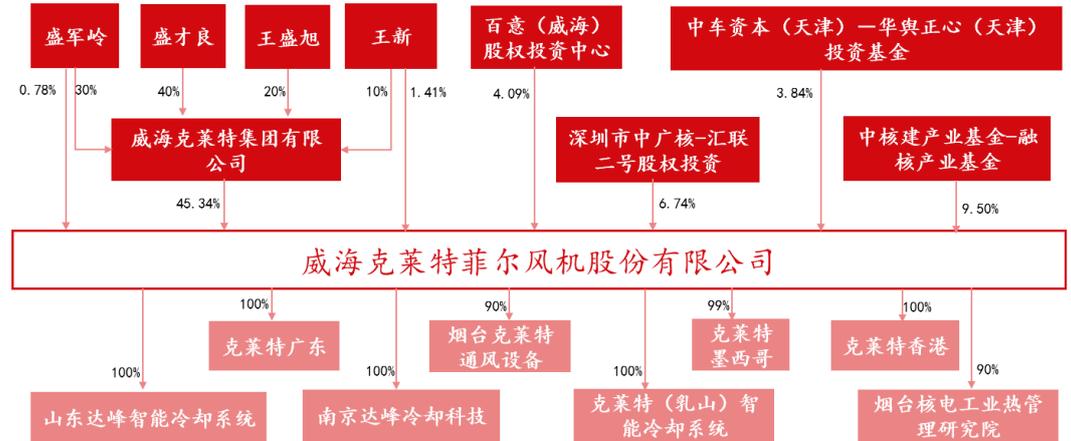
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国联证券研究所

股权结构合理，公司治理稳定。公司控股股东为威海克莱特集团有限公司，第二大股东和第三大股东分别为中核、中广核，实际控制人为盛才良、盛军岭、王新、王盛旭。公司实际控制人盛才良家族直接及间接控制公司 51.61%的股权。公司治理稳定，股权结构合理。公司拥有 8 子公司，新设立墨西哥、香港子公司开拓海外市场提高企业核心竞争力。

图表 2：公司股权结构（截止到 2024 年一季报）

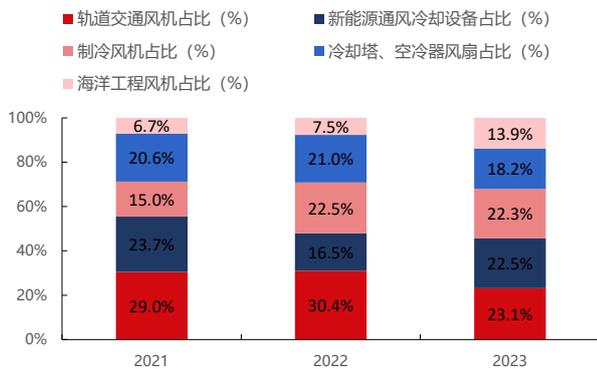


资料来源：公司 2024 年 1 季报，国联证券研究所

1.2 业绩稳健增长，在手订单充裕

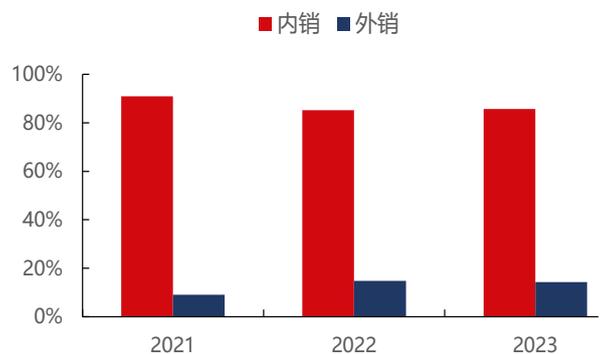
五大业务并行发展，海外业务有望突破。从业务结构看，公司业务可划分轨道交通、新能源装备（风电、燃气轮机、核电等）、海洋工程与舰船（海上钻井平台、高技术船舶等）、冷却塔和制冷风机五大业务。2023 年五大业务分别占比 23.1%、22.5%、13.9%、18.2%、22.3%，收入结构均衡，形成并进格局。从区域看，公司外销占比较少，主要海外客户为 GE、西屋制动等知名跨国企业。2024 年随着墨西哥子公司业务开拓，公司成为 Wabtec 新产品开发供应商以及国外 EC 项目恢复，预计未来海外收入占比将有所提升。

图表 3：2021-2023 公司营收按业务结构及占比



资料来源：公司年报，国联证券研究所

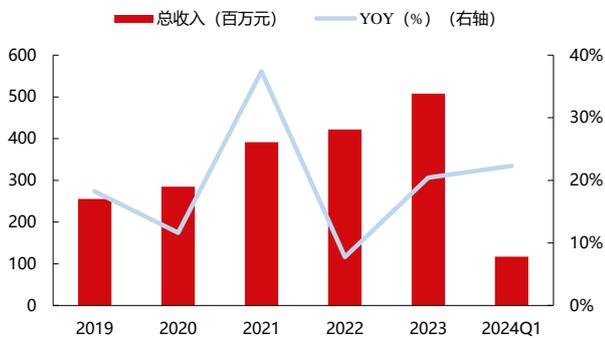
图表 4：2021-2023 公司业务按区域划分



资料来源：公司年报，国联证券研究所

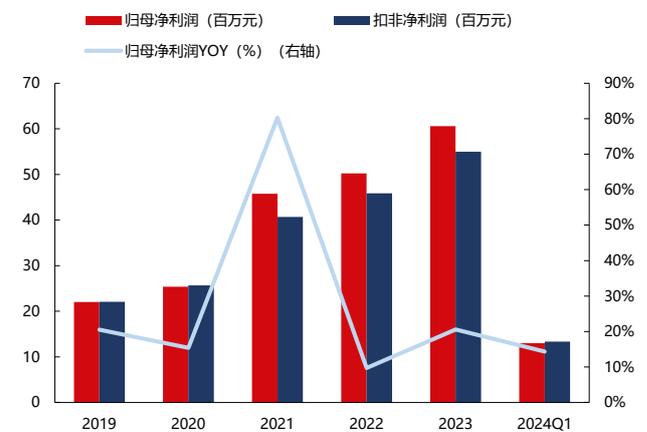
业绩稳健增长，订单大幅增长。公司营收稳健增长，2023 年营收 5.08 亿，CAGR（2019-2023 年）为 18.8%，2023 年归母净利润 6057 万，CAGR（2019-2023 年）为 28.8%。2021 年海上风电抢装潮，带动公司新能源装备业务板块营收、利润大幅增加。2022 年后风电业务发展趋于平稳。2024Q1 实现营收 1.2 亿元，同比增长 22.3%。截至 2024Q1 在手订单约 4.3 亿元，较 2023Q1 增长 45.8%。公司原使用募集资金建设新能源车间变更为工业热管理装备产业化项目（一期），2025 年建成达产后产能有望翻倍。

图表 5：2019-2024Q1 公司营收和同比增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

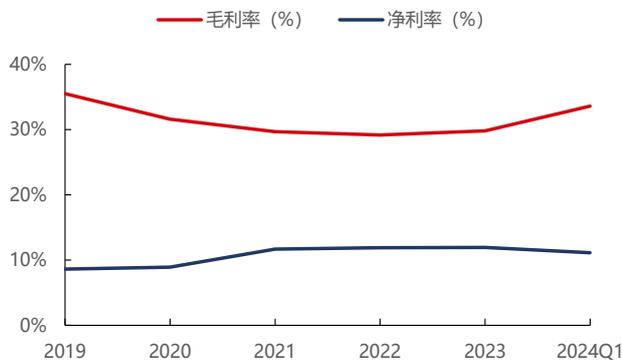
图表 6：2019-2024Q1 公司归母净利润及增速、扣非净利润



资料来源：公司公告，国联证券研究所

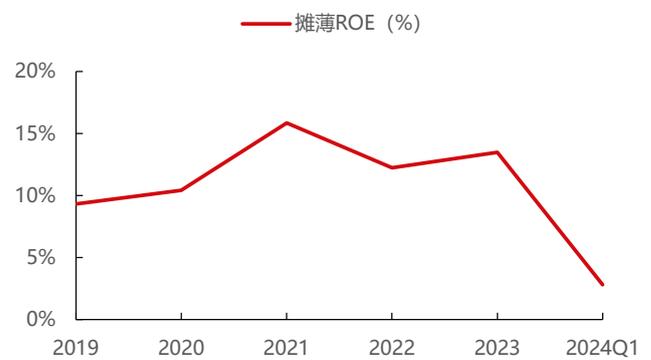
盈利能力稳定，毛利率保持高水平。公司生产经营所需的主要原材料为电机、板材、型材等。2018 年至 2021 年，直接材料占公司主营业务成本的比例分别为 77.4%、75.8%、72.5%及 77.1%。公司定制化研发能力强，服务客户主要为头部知名企业，毛利率稳定在 30%上下，净利率稳定在 10%上下。盈利能力稳定，ROE（摊薄）保持较高水平。

图表 7：2019-2024Q1 公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 8：2019-2024Q1 公司 ROE

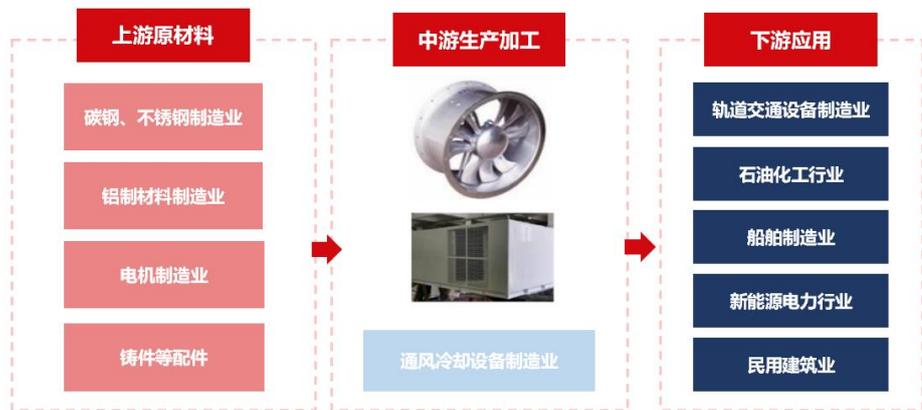


资料来源：公司公告，国联证券研究所

2. 风机竞争格局分散，下游多领域高景气

风机产量呈上升趋势，下游应用领域多。风机被广泛应用于工业、农业、交通运输业、新能源发电等涉及国民经济各个领域，属于通用机械范畴。风机制造业上游包括电机、钢材、铜材等生产制造业。下游主要为风机的使用行业，如轨道交通、新能源电力、船舶制造等领域。根据中国通用机械工业协会风机分会的统计数据，通风系统设备的整体行业规模由2016年度的361.95亿元上升至2021年度的598.70亿元，年复合增长率为10.59%。根据中国通用机械工业协会预计，通用机械行业2022年预计年增速为7%，假设2022-2025年按照年复合增长率7%预计，到2025年风机行业产值规模可达784.77亿元。克莱特年销通风机和通风冷却系统7万多台，主要服务各细分领域头部企业。

图表 9：通风冷却设备制造业上下游产业链

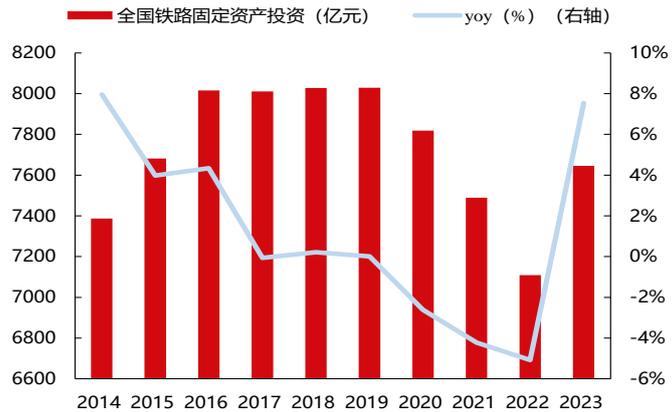


资料来源：招股说明书，国联证券研究所

2.1 轨交领域：设备更新改造带动新增长点

铁路营业里程增长稳定。根据《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》和《国家综合立体交通网规划纲要》，2025/2035年全国铁路运营里程预计达16.5/20万公里，其中高铁5/7万公里，相较2023年全国铁路15.9万公里、高铁4.5万公里运营里程，到2025年和2035年铁路总里程和高铁里程总体仍有接近4%/26%、11%/56%增长空间。据中国国家铁路集团有限公司，2023年全国铁路完成固定资产投资7645亿元、同比增长7.5%。今年1至4月，全国铁路完成固定资产投资1849亿元，同比增长10.5%。未来全国铁路建设稳步推进，公司轨交装备配套服务需求也将持续跟上。

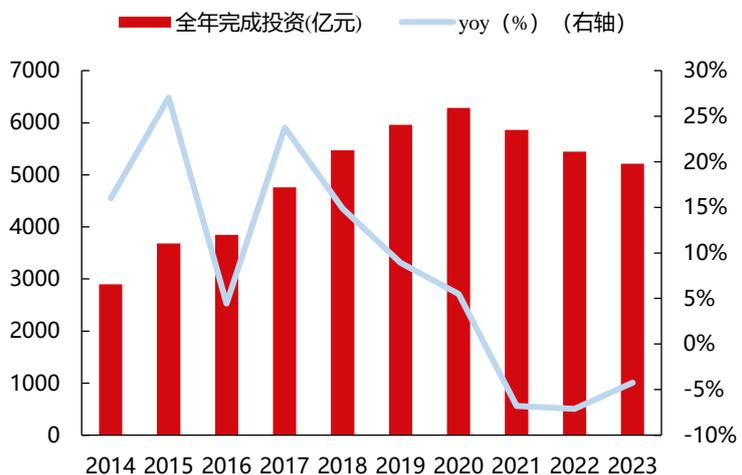
图表 10: 近十年全国铁路固定资产投资额及增速



资料来源: 国家铁路局, 国联证券研究所

城轨投资额小幅回落。截至 2023 年底, 据中国城市轨道交通协会数据, 中国大陆地区共有 59 个城市开通运营城市轨道交通运营线路 338 条, 总运营里程达到 11224.54 公里, 在建项目的可研批复投资累计 43011.21 亿元, 2023 年全年共完成建投投资 5214.03 亿元, 同比下降 4.22%。预计未来两年新投运线路与 2023 年持平, “十四五”末城轨交通运营线路总规模趋近 13,000 公里。

图表 11: 近 10 年城轨年度完成建设投资额及增速



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 国联证券研究所

轨道交通迎来设备更新改造新周期。随着中国轨道交通网络的逐渐完善, 中国轨道交通运营维护行业呈现出智能化趋势、轨道交通全生命周期维护和政企合力经营等特征。2024 年以来, 国家推出一系列政策推动轨交领域新发展。2024 年 2 月 28 日, 国家铁路局局长费东斌表明, 大力推广铁路新能源装备, 目前还有近万台内燃

机车，到2027年实现老旧内燃机车基本淘汰。同时提升铁路运维管理、运营检修的数字化、智能化水平。2024年3月，推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案出台，支持交运设备和老旧农业机械更新。

图表 12：2024 年以来轨道交通相关政策

时间	文件	文件相关主要内容
2024.1月	《关于全面推进美丽中国建设的意见》	到2027年，老旧内燃机车基本淘汰；到2035年，铁路货运周转量占总周转量比例达到25%左右。
2024.2月	《推动铁路行业低碳发展实施方案》	铁路单位运输工作量综合能耗和单位运输工作量二氧化碳排放较2020年下降10%。铁路电气化率达到78%以上。大宗货物年运量150万吨以上的大型工矿企业和新建物流园区铁路专用线接入比达到90%以上。沿海港口重要港区铁路进港率达到80%以上。电力机车占比力争达到70%以上。铁路场站内车辆装备逐步实现新能源化。
2024.3月	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	支持交运设备和老旧农业机械更新。推进城市公交车电动化替代，支持老旧新能源公交车和动力电池更新换代。加快淘汰国三及以下排放标准营运类柴油货车。加强电动、氢能绿色航空装备产业化能力建设。
2024.3月	《铁路机车车辆目录》 国铁设备监规〔2024〕4号	“铁路基础设施设施检修装备”产品类别，打破以作业功能为分类的既有行业管理模式，按作业对象进行重整及划分，可涵盖目前全部在研检修装备产品；“其他”产品类别，可涵盖包括新能源机车在内的铁路机车车辆全部创新型产品。

资料来源：中国政府网，国家铁路局，国联证券研究所

2024年城轨通风市场招标总额有望达到14亿元。据RT交通轨道统计，2022年，城市轨道交通行业共有25家企业承接通风系统订单，按中标金额计算，排名前三位的企业分别是浙江上风专风、金盾股份和江苏华东正大。预计2024年城轨通风系统市场，有17座城市的33条，1064.06公里的线路将进行通风系统招标，覆盖车站数量达到468座。按照城轨通风系统每座车站平均投资额为300万元/站进行测算，预计2024年我国城轨通风系统市场招标总额达到14亿元。

图表 13：2022 年城市轨道交通通风系统中标金额前十排名

中标企业	项目线路	中标金额（万元）
浙江上风专风	13个项目，15条线路	24722
浙江金盾股份	5个项目，5条线路	15067
江苏华东正大	10个项目，7条线路	10821
北京吉盛机电	7个项目，7条线路	10634
江苏中联电气	4个项目，9条线路	10424
湖北三峰透平	7个项目，9条线路	10414
北京绿创声学	4个项目，4条线路	7823
浙江双阳风机	2个项目，2条线路	6695
南方风机股份	2个项目，3条线路	5053
北京万讯达	3个项目，3条线路	3795

资料来源：RT轨道交通，国联证券研究所

2.2 新能源领域：核电项目核准加速，风电竞争激烈

核电装机容量核准加速。2022 年和 2023 年分别核准 10 台核电机组，在数量上创过去十年新高。根据《“十四五”现代能源体系规划》，到 2025 年我国核电运行装机容量达 7,000 万千瓦；中国核能行业协会预计到 2030 年我国核电在运装机容量达 1.2 亿千瓦。预计“十五五”期间核电装机容量 CAGR 为 11.4%，核电长期发展空间可观。截至 2023 年底，中国正在运行的核电机组共 55 台，装机容量 5,703 万千瓦，总运行 577 堆年，位列全球第三。中国“十四五”规划的目标是，到 2025 年，将核电装机容量提升到 7,000 万千瓦。中国在运核电装机规模有望在 2030 年前达到世界第一。

图表 14：2023 年世界新开工建设核电机组

国家	机组名称	机型	装机容量 (MWe)	开工日期
中国	三门核电站 4 号机组	CAP1000	1251	2023/3/22
	海阳核电站 4 号机组	CAP1000	1253	2023/4/22
	陆丰核电站 6 号机组	HPR1000	1200	2023/8/26
	湛江核电站 1 号机组	CAP1000	1250	2023/9/29
	湛江大堡核电站 1 号机组	CAP1000	1291	2023/11/3
埃及	ELDABAA 核电站 3 号机组	VVER-1200	1194	2023/5/3

资料来源：国家能源局，国联证券研究所

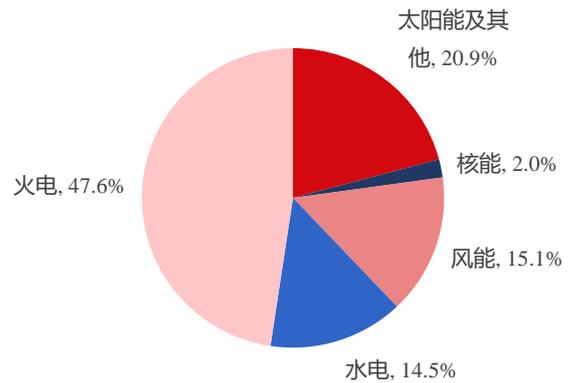
山东规划千万级核电基地。2024 年 3 月 22 日，国家能源局印发《2024 年能源工作指导意见》，明确坚持积极有力推进能源绿色低碳转型。未来 10 年到 15 年，山东省将积极推进先进三代及以上核电技术应用，重点推进烟台、威海沿海核电项目建设，核电装机规模将达到 3,000 万千瓦以上。克萊特扎根山东，借助山东省能源发展规划的政策，在海阳、乳山等地设立公司，大力开展核电业务。一般核电项目通常有六台机组，分三期交付。两个机组需要 2-3 年完成。一期一个机组风机用量产值为 1.5 亿元（8000 万到 1 个亿通风系统，剩余为空调系统）。

图表 15: 2013-2022 商运核电机组装机规模



资料来源: 中国核能行业协会, 国联证券研究所

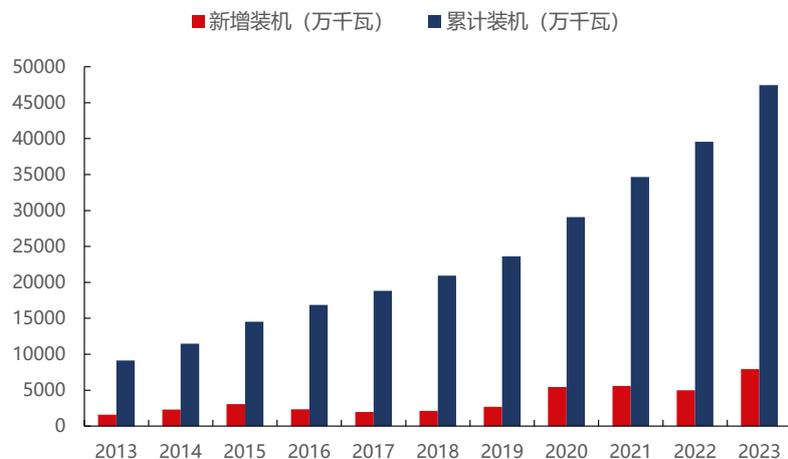
图表 16: 全国发电装机容量统计分布图



资料来源: 国家能源局, 中国核能协会, 国联证券研究所

风电领域竞争激烈。经历了快速发展的 2020 年和 2021 年之后, 风电行业在 2022 年陷入低潮。海上风电退补、大型化零部件供应紧张、装机不及预期等因素导致风电产业业绩承压。进入 2023 年下半年, 风电行业出现拐头趋势, 招标持续增长。但伴随着风电主机厂竞争激烈化, 下游配件厂毛利率受挤压较大。

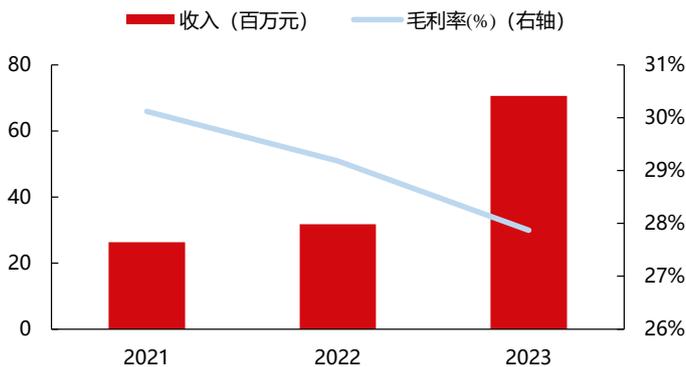
图表 17: 2023 中国风电新增和累计装机容量



资料来源: CWEA, 国联证券研究所

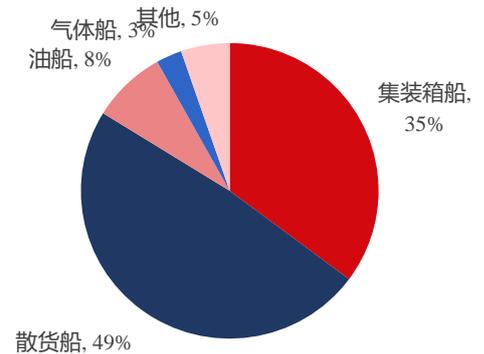
克莱特客户覆盖行业龙头, 2024 年风电领域面临压力。公司海上风电产品占比约 70%、陆上风电产品占比约 30%, 陆上风电领域, 公司仅提供风机产品, 单台价值低。海上风电对产品可靠性、耐腐蚀性、集成系统的性能要求更高。公司海上风电冷却系统装机业绩已经涵盖国内各海区主力机型 8.5MW、10MW、11MW、14MW、16MW 以及漂浮式机型, 目前正在开发 18—22MW 全球领先机型。2023 年公司能源通风冷却业务增长迅速主要来源于明阳智能发电机水冷系统、空空冷却器等系列产品销售、Nuovo Pignone LUTO T2 项目和 MER04 项目。风电领域竞争激烈, 毛利率面临下降风险, 预计公司将优化客户和产品结构, 风电板块业绩增速面临压力。

图表 18: 2021-2023 海洋工程风机收入



资料来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 19: 2023 年完工船舶产品占比



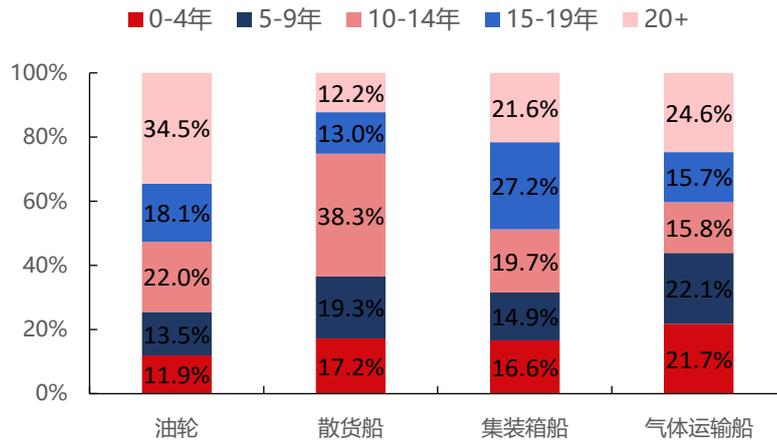
资料来源: 中国船舶工业行业协会, 国联证券研究所

2.3 舰船和燃气轮机领域: 运输船订单大增

海外需求增长带动运输船订单大增。船舶工业周期性明显, 民用造船业已进入新的周期上行阶段, 呈现量价齐升状态。国家海洋信息中心副主任崔晓健介绍, 2023 年, 海洋船舶工业增加值 1150 亿元, 比上年增长 17.6%。汽车运输船新造船市场持续升温, 本轮汽车运输船订单潮自 2021 年开启, 据克拉克森数据, 2021 年全球汽车运输船订单 37 艘, 2022 年新船订单在高基数下持续高增长, 达到 69 艘, 同比增长 81.6%。

国内以旧换新政策利好船舶产业链发展。船舶的一般使用寿命在 20-25 年, 当前全球船队老龄化严重, 2023-2036 年“以新换旧”将促使船舶迎来新一轮集中交付周期。在“双碳”背景下, 国际海事组织 IMO 提出环保新规: 主机功率限制、减速航行以降低燃油消耗、拆解报废等将于 2023 年生效。当前绝大多数船龄在 18 年及以上的船只均不满足环保要求, 意味着环保新规实施将有望进一步加快船舶更新换代需求。国内方面, 2024 年 3 月 13 日, 国家印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, “围绕推进新型工业化”、“聚焦船舶等重点行业”, 船舶设备更新改造获政策支持, 新能源船舶替换有望加速, 加快高耗能高排放老旧船舶报废更新。

图表 20: 截止到 2023 年主要船型船龄分布



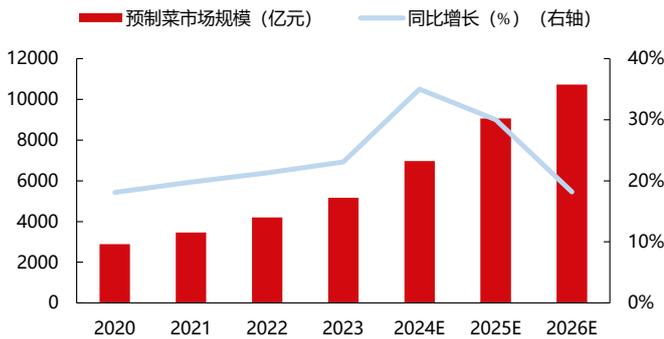
资料来源: 克拉克森, 国联证券研究所

克莱特是 GE 燃气轮机唯一配套商。根据前瞻产业研究院预测, 2015-2020 年全球燃气轮机市场规模呈现不断上涨趋势。据 statista 预计到 2027 年全球燃气轮机市场规模约为 295 亿美元。据智研咨询, 2022 年中国燃气轮机市场规模达到了 616.7 亿元, 美国 GE 公司在 2015 年收购阿尔斯通后, 已经占据了我国燃气轮机领域 50% 的市场份额, 克莱特为 GE 在国内燃气轮机配套风机的唯一供应商。

2.4 工业冷却领域: 生鲜配送和预制菜推动冷链需求

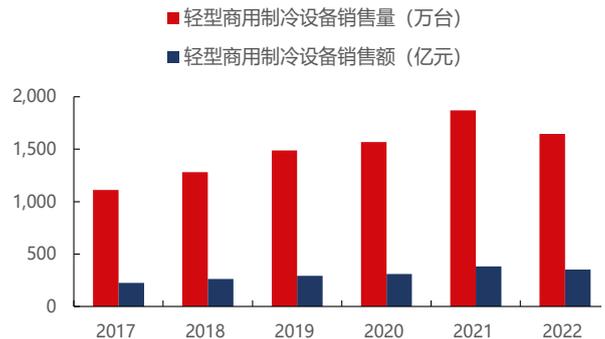
生鲜配送和预制菜推动冷链需求。据中冷联盟, 2022 年中国冷库行业市场规模为 5686 万吨。据前瞻产业研究院预测 2028 年市场规模将达到 9023 万吨, CAGR (2022-2028 年) 为 8%。未来中国冷库行业市场规模将随着预制菜行业发展向好从而带动存储需求。据《2023 年中国预制菜产业发展蓝皮书》称, 2023 年中国预制菜市场规模已经达到了 5165 亿元, 2026 年有望达到 10720 亿元, CAGR (2023-2026 年) 为 27.6%。未来冷链运输需求将有效带动冷库建设和设备更新。克莱特多年为冰轮环境、四方科技、大连冰山、雪人股份等冷冻行业的龙头服务。

图表 21: 2020-2026 年中国预制菜市场规模及预测



资料来源: 艾媒数据中心, 国联证券研究所

图表 22: 2017-2022 商用制冷设备销售额及销量



资料来源: choice, 国联证券研究所

冷却塔市场规模近 200 亿, 行业集中度低。据 GIR (Global Info Research) 调研, 按收入计, 2023 年全球冷却塔收入大约 3394 百万美元, 预计 2030 年达到 4481 百万美元, CAGR (2023-2030 年) 为 4.0%。克莱特冷却塔和空冷器产品包括大型轴流风机、石化和电站空冷器风机等, 主要客户包括 SPX、BAC、荏原等在内的行业知名企业, 公司自 2000 年成为 SPX 和 BAC 的配套供应商, 近 10 年 SPX 和 BAC 在亚太区 90% 的业务量配用克莱特冷却塔叶轮。

3. 公司看点: 轨交/核电/船舶发力+稳定分红

3.1 聚焦头部客户, 研发能力强大

公司客户主要为国内外知名头部企业, 长期保持深度合作, 为各细分领域提供定制化研发, 维持高毛利率。公司与客户粘性高, 和主机厂合作研发通风冷却系统, 研发转化为订单的效率。

图表 23: 克莱特主要客户

通风设备领域	公司主要客户
轨道交通领域	中国中车、庞巴迪、西屋制动、阿尔斯通
新能源领域	风电 明阳智能、东方电气、金风科技、远景能源、三一重工、浙江运达 核电 中核、中广核 燃气轮 GE
海洋工程及舰船领域	中集来福士、中国船舶
工业冷却领域	冰轮环境、四方科技、大连冰山
冷却塔和空冷器领域	SPX、BAC、荏原

资料来源: 公司年报, 国联证券研究所

定制化研发能力强，通过多项认证。深耕中高端装备领域的通风冷却解决方案二十多年，拥有集气动、流体电机、空调、热管理等百余人技术研发团队，国家CNAS认证的实验室公司拥有专利129项，其中发明专利17项、实用新型专利99项、外观专利13项，同时拥有计算机软件著作权8项。公司通过国内的CRCC铁路产品认证、美国铁路协会的AAR认证，制冷行业的CRAA认证，海洋工程风机通过中国CCS、法国BV、美国ABS、挪威DNV等国际船级社的认证，并取得了武器装备制造许可证和《民用核安全设备设计许可证》《民用核安全设备制造许可证》。

图表 24：公司在研项目

项目名称	项目目的	进展	对公司未来发展的影响
核电站安全壳低噪声高可靠性循环冷却机组	解决噪声严重超标和可靠性差两大问题	完成样机制作	在核电领域获得更多市场机会，辐射带动山东省核电领域上下游企业
核电站反应堆控制棒驱动机构冷却风机国产化	推进国产化进程，提高国内风机的可靠性、轻量化技术以及噪音水平	研发中	解决风机关键部件的振动磨损失效问题、低噪声、高可靠性、轻量化多目标一体化叶片设计以及低频宽带消声器设计重大技术难题。
核电站通风冷却装置研发及示范应用	提升通风冷却系统可靠性，降低系统噪声	研发中	使公司具备CAP1000及CAP1400等系列核电机型的空气处理机组设备设计、制造和供货能力
无蜗壳高效EC离心风机	突破国内通风机流体技术的关键共性技术难题，研发具有自主知识产权、符合欧洲标准的“超高效超静音风机叶轮”产品	样机装车	应用在绿色数据中心、洁净车间、轨道交通、高技术船舶、大型冷却塔等领域，打破国外产品垄断，全面实现国产化替代及技术升级
新能源机车电池热管理系统	对新能源机车电池组的热管理，做到精准温控。提升在细分领域的市占率	样机装车	随着旧设备的升级换代，新能源机车替换老旧机车是轨交行业一个新的增长点，形成新的业务产品线

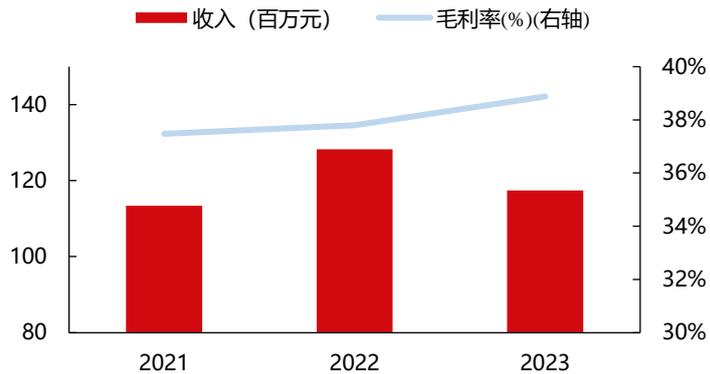
资料来源：公司年报，国联证券研究所

3.2 以旧换新政策驱动，轨交/船舶业务高增

公司深耕轨道交通多年，提供全方位的通风冷却解决方案，研发并装车运行了全车型全系列的配套产品，包括但不限于和谐号、复兴号高铁、城轨的牵引、变流器、电阻刹车以及冷却塔系统。公司新研发的新能源机车电池热管理系统已经样机装车。内燃机车业务有望平稳过渡至电力机车业务。

公司轨道交通业务受益于铁路更新换代政策，但由于政策落地和主机厂到配件厂招标有滞后性，预计最近两年增速平稳，2026年增速拐点向上。过去三年轨道交通业务营收维持稳定在1亿元以上，毛利率维持在35%以上。2023年轨道交通业务营收1.2个亿，因复兴号内燃机车项目未完成验收导致营收同比减少8.4%，但订单较上年略有增长。

图表 25: 2021-2023 年轨道交通业务收入和毛利率



资料来源: 公司年报, 国联证券研究所

未来两年船舶业务有望继续保持高增长。舰船海工用风机是公司的优势项目, 并持续在集装箱船和汽车运输船领域发力。2023 年海洋工程风机销售收入 7058 万元, 同比增长 122%。海洋工程增长主要来源于集装箱船和汽车运输船订单的增长。随着中国汽车出口的不断增长以及船舶设备更新政策推进, 未来 3 年预计继续保持高增长。

3.3 核电成长空间可观, 积极拥抱海外市场

与四大核集团合作, 未来订单可期。2021 成为第 7 家在核电风机领域有设计制造资质的供应商。2023 年在核电领域实现较大突破, 与四大核集团合作, 并中标三个核电项目, 包括非安全级、核岛非安全级、核岛核级风机和空调系统。目前在手合同超过 9,000 万。核电接替风电为新能源板块新的增长点。由于可比公司多为非上市公司, 可用数据有限。仅以南风股份 2023 年核电业务收入 1.7 亿, 上专股份 2022 年核电业务收入 1.6 亿元为参考。

图表 26: 核电风机领域 7 家设计制造持证单位

1	威海克莱特菲尔风机股份有限公司
2	河北冀海鼓风机有限公司
3	江苏盾安环控系统有限公司
4	浙江双阳风机有限公司
5	浙江上风高科专风实业股份有限公司
6	浙江金盾风机股份有限公司
7	南方风机股份有限公司

资料来源: 国家核安全局, 国联证券研究所

积极开拓海外市场带来新订单。公司在2024年设立香港子公司开拓海外市场并在同年设立墨西哥子公司，为Wabtec的北美市场提供内燃机车产品，扩大克莱特产品影响力，进一步巩固海外市场。截至2024年一季度，墨西哥子公司在手订单超过1,000万元，成为Wabtec新产品开发供应商，在Wabtec北美市场内燃机车牵引主发风机的份额已经占到80%以上，同时成为NPI新产品开发供应商，参与混合动力及FLXdriver重载100%电池电力机车产品的研发，为未来的业绩增长打下良好基础。

3.4 分红稳定，注重股东回报

持续分红，重视股东回报。2023年拟每10股派发现金股利5元（含税），共计派发现金股利3670万，股利支付率61%。2021-2023年股息率（收盘日2024/5/31）分别为2.5%、2.5%、4.2%。公司经营性净现金流稳定，2021-2023年分别为934万、6103万、3147万，具备持续分红能力。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司生产模式为离散型，研发定制化，具有以销定产特点，我们采取分业务板块预测法。关键假设如下：

1) 轨交领域：以旧换新业务带来新增长，由于政策落地需要1-2年时间，预期2024和2025年营收保持低速增长，2026年30%增长。轨交领域近五年毛利率稳定，我们预计2024-2026年轨交领域毛利率为38.9%/38.9%/38.9%。

2) 新能源领域：分为核电、风电和燃气轮，核电预计2024年营收1500万、2025年3500万，毛利率稳定在37%。风电竞争激烈，营收2024年预计下降10%，毛利率降至25%。燃气轮业务维持5%增速，海外配套客户GE毛利率稳定在35%。综上我们预计2024-2026年新能源业务毛利率为29.1%/30.0%/30.5%。

3) 制冷领域：冷链业务继续保持较快增长，我们预计2024-2026年制冷领域业务毛利率基本稳定，为22.2%/22.4%/22.6%。

4) 冷却塔业务：预计冷却塔业务2024年主要靠数据中心业务拉动。我们预计2024-2026年制冷领域业务毛利率为27.8%/27.4%/27.0%。

5) 海洋工程业务：公司今年新增5000平方米船舶产线产能，预计下半年开始投产。2024年预计营收30%的增速，预计2024-2026年公司毛利率为29.2%/29.4%/29.6%。

图表 27：营收及毛利率拆分表

单位：百万元，%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计		392	422	508	583	661	785
同比增长率			7.7%	20.4%	14.8%	13.3%	18.7%
营业成本合计		275	299	357	413	468	554
毛利率		29.7%	29.2%	29.8%	29.3%	29.2%	29.5%
轨道交通风机	销售收入	113	128	117	120	123	160
	成本	71	80	72	73	75	98
	销售收入增长率		13.1%	-8.4%	2%	3%	30%
	毛利率	37.5%	37.8%	38.9%	38.9%	38.9%	38.9%
新能源通风冷却设备	销售收入	93	70	114	117	138	155
	成本	57	53	79	83	97	108
	销售收入增长率		25.1%	64.6%	2.1%	18.4%	12%
	毛利率	38.5%	24.4%	31.2%	29.1%	30%	30.5%
制冷通风机及配件	销售收入		95	113	136	165	201
	成本		71	89	106	128	156
	销售收入增长率			19.4%	2%	21%	22%
	毛利率		24.9%	21.61%	22.2%	22.4%	22.6%
冷却塔、空冷器风扇	销售收入	80	89	92	119	125	137
	成本	63	65	66	86	91	100
	销售收入增长率		10.2%	4%	28.9%	4.9%	9.3%
	毛利率	22%	26.6%	28.1%	27.8%	27.4%	27%
海洋工程风机	销售收入	26	32	71	92	110	132
	成本	18	22	51	65	78	93
	销售收入增长率		20.4%	122.4%	30.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	30.1%	29.2%	27.9%	29.2%	29.4%	29.6%

资料来源：ifind，国联证券研究所

综上，预计公司 2024-2026 年实现营收 5.83/6.61/7.85 亿元，CAGR（2023-2026E）为 15.6%；2024-2026 年实现归母净利润 6546/6990/8052 万元，CAGR（2023-2026E）为 10%。

4.2 估值与评级

在选取可比公司时，从所处行业、业务范围及应用领域等角度，选取与公司部分产品或业务领域重合的上市公司。由于风机属于通用设备，下游客户领域重合度较低，可比公司下游优势领域均存在较大差别。

图表 28：可比公司业务及业务规模

代码	公司	可比业务	可比业务规模（2023 年）
002598.SZ	山东章鼓	电站、环保、矿山、冶金、石化、地铁、隧道、和风洞等领域	风机业务营收 11.8 亿
002686.SZ	亿利达	商用建筑、公共建筑、隧道、工厂及住宅等领域	风机制造业营收 10.6 亿元
300004.SZ	南风股份	核电、地铁隧道、大型工业民用建筑等领域	核电业务营收 1.7 亿，地铁隧道业务营收 1 亿，工业民用业务营收 1.42 亿
300411.SZ	金盾股份	地铁隧道、核电、军工等领域	通风机领域营收 4.2 亿元
601369.SH	陕鼓动力	能量转换设备制造包括轴流压缩机、离心压缩机、空分机组、通风机、鼓风机等	能量转换设备制造业务收入 30.8 亿元

资料来源：ifind，公司招股说明书，国联证券研究所

公司具有正向设计能力，研发能力较同类公司强，毛利率水平高于可比公司，参照可比公司 wind 一致预测和估值，综合考虑公司体量和成长性，以及历史持续分红能力，我们给予公司 2024 年 14-15 倍 PE，目标市值 9.2 亿-9.8 亿，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 29：可比公司估值表

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润（百万元）				CAGR (%)	2023 年 毛利率 (%)	PE	
			2023	2024E	2025E	2026E			TTM	2024E
002598.SZ	山东章鼓	25.8	110				28.6	24		
002686.SZ	亿利达	27.1	21				23.8	107		
300004.SZ	南风股份	24.5	-21				25.7	-282		
300411.SZ	金盾股份	55.4	10				25.9	477		
601369.SH	陕鼓动力	155.5	1020	1121	1298	1504	13.8%	21.5	16	14
均值		57.7	228	1121	1298	1504	87.6%	25.1	20	14
831689.BJ	克莱特	8.5	61	65	70	81	10%	29.8	14	13

资料来源：wind，国联证券研究所，收盘日期 2024/5/31

备注：PE 计算均值剔除负值和超过 100 的数值

5. 风险提示

宏观经济不及预期。公司属于通用机械行业，受宏观经济影响较大，经济增速不及预期将拖累行业表现。

竞争格局变差。如未来轨交、船舶、核电等领域有新的竞争对手进入，公司将面临竞争格局变差，订单增速不达预期及产品降价风险。

客户开发不及预期。公司明年底产能预期翻倍，若订单增速不及预期，将面临产能利用率不足的风险。

分析师声明

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

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼**上海：**上海浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇一座 37 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼**深圳：**广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼

电话：0510-85187583