

景津装备(603279)

报告日期: 2024年09月22日

估值已触底, 龙头再启程

——景津装备深度报告

投资要点

- 公司坚持创新、务实, 凭借产品力和性价比赢得口碑, 稳坐行业头把交椅。
公司主营产品为压滤机及其配件, 可根据客户的不同需求, 制造和销售定制化产品。三十年来, 公司坚持物有所值的理念, 持续创新, 务实经营, 凭借过硬的产品力和合理的价格树立了良好的口碑和形象。凭借此, 公司压滤机产销量位居世界第一, 2022年在国内压滤机市场市占率已达到53%, 稳坐行业头把交椅。
- 下游行业需求增速趋缓, 预计公司压滤机收入将呈现小幅增长的态势。
受益于下游环保、矿物及加工、新能源等行业的增长, 公司压滤机快速放量, 2019-2023年, 公司营收从33.11亿元增长至62.49亿元, 归母净利润从4.13亿元增长至10.08亿元。
2023年后, 各行业对压滤机的需求都有不同程度的降速, 我们认为短期内公司压滤机销量将维持小幅增长的态势。
- 增长点: 配件业务+成套装备提供短期确定性增长机会, 出海提供长期业绩弹性。
 - 短期增长点一: 配件。滤板和滤布是压滤机的关键配件, 更换周期分别为3年和3个月。目前公司在配件市场的市占率仍有提升空间, 我们认为随着配件市场规模扩大叠加公司市占率提升, 配件业务的收入有望迎来增长。
 - 短期增长点二: 成套装备。公司生产的过滤成套装备包括各式压滤机、进料柱塞泵等装备。目前一期项目已于2023年部分投产, 二期项目预计在2026年2月投产。两期项目全部达产后, 预计每年可贡献营业收入29.4亿元, 净利润4.16亿元, 进一步增厚公司业绩。
 - 长期增长点: 出海。2019-2023年, 公司海外业务毛利率维持在45%以上, 较国内业务高出近20pct。2023年, 公司海外业务收入为3.18亿元, 仅占公司总收入的5.09%。我们认为海外业务的发展有望推动产品销量再上一个新台阶, 看好公司产品出海带来的长期业绩弹性。
- 公司分红率高而稳定, 股息率吸引力强。
2019-2023年, 公司分红率始终保持在50%以上。截至2024年9月20日收盘, 公司股息率(TTM)为6.68%。
- 盈利预测与估值
预计公司2024-2026年归母净利润分别为10.4/11.7/13.1亿元, 对应每股收益为1.80/2.03/2.27元, 当前股价对应PE为8.84/7.83/6.99倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示
下游需求、配件销售、成套装备产销情况不及预期, 出海进度不及预期。

财务摘要

| (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 6,249 | 6,593 | 7,239 | 8,102 |
| (+/-) (%) | 9.98% | 5.50% | 9.80% | 11.92% |
| 归母净利润 | 1,008 | 1,035 | 1,168 | 1,310 |
| (+/-) (%) | 20.89% | 2.70% | 12.86% | 12.15% |
| 每股收益(元) | 1.78 | 1.80 | 2.03 | 2.27 |
| P/E | 9.02 | 8.84 | 7.83 | 6.99 |

资料来源: 浙商证券研究所

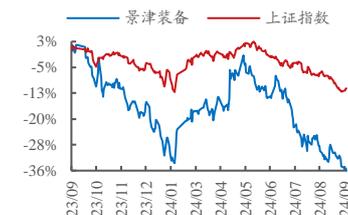
投资评级: 买入(首次)

分析师: 谢超波
执业证书号: S1230523120002
xiechaobo@stocke.com.cn分析师: 汪磊
执业证书号: S1230524050004
wanglei07@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|----------|
| 收盘价 | ¥15.88 |
| 总市值(百万元) | 9,154.14 |
| 总股本(百万股) | 576.46 |

股票走势图



相关报告

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.4/11.7/13.1 亿元，对应每股收益为 1.80/2.03/2.27 元，当前股价对应 PE 为 8.84/7.83/6.99 倍，2024 年可比公司平均 PE 为 11.55 倍，对应目标价为 20.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

(1) 压滤机整机：我们认为短期内下游需求增速趋缓，公司整机销量将呈现小幅增长的态势；后续随着下游整体需求回暖，整机销量增速有望提升。我们预计 2024-2026 年整机销量同比增速为 6%/3%/2%，平均单价分别为 28.8/29.1/29.3 万元/台，毛利率分别为 27.67%/28.35%/28.77%。

(2) 配件：①滤板：我们认为后续几年滤板市场规模的增长叠加公司在滤板市场市占率的提升，公司收入有望迎来增长，预计 2024-2026 年收入增长率分别为 13.71%/22.67%/19.20%，毛利率分别为 51.16%/52.06%/52.91%；②滤布：预计 2024-2026 年收入增长率分别为 11.88%/10.48%/9.62%，毛利率分别为 32.37%/32.16%/31.96%；③其他配件：预计 2024-2026 年收入增长率分别为 13.02%/18.16%/15.89%，毛利率分别为 48.67%/50.21%/54.60%。

(3) 成套装备：预计 2024-2026 年成套装备一、二期产能利用率分别为 50%/0%、70%/0%、100%/30%，毛利率分别为 31.00%/35.00%/38.89%。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：压滤机市场规模增长趋缓，公司市占率提升空间有限，后续成长乏力。

我们认为：未来短期内，配件业务+成套装备将为公司提供确定性增长机会；长期通过产品出海，业绩有望进一步增厚，后续依然具备成长性。且公司历史分红率高而稳定，股息率吸引力较强。

● 股价上涨的催化因素

压滤机下游需求增长、配件销量增长、成套装备产能爬坡加速、出海进度加速、分红率提高。

● 风险提示

下游需求不及预期，配件销售不及预期，成套装备产销情况不及预期，出海进度不及预期。

正文目录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 1 景津装备：稳健务实的压滤机行业龙头 | 6 |
| 1.1 公司深度聚焦主业压滤机，稳坐行业头把交椅 | 6 |
| 1.2 股权架构稳定，激励机制完善 | 7 |
| 1.3 压滤机销量高增，公司业绩稳步提升 | 7 |
| 2 压滤机下游应用领域广泛，需求增速趋缓 | 9 |
| 2.1 矿物及加工：行业资本开支高增拉动压滤机需求增长 | 10 |
| 2.2 环保：预计污泥脱水用压滤机需求增长趋缓 | 11 |
| 2.3 新能源：行业短期承压，看好长期发展 | 12 |
| 3 公司坚持以创新驱动发展，兼具短期增长点和长期业绩弹性 | 15 |
| 3.1 短期看点 1：滤板市场空间释放，公司市占率尚有提升空间 | 16 |
| 3.2 短期看点 2：成套设备投产，业绩有望进一步增厚 | 17 |
| 3.3 长期看点：海外业务盈利能力突出，静待发力 | 17 |
| 3.4 公司股息率可观，安全边际高 | 18 |
| 4 盈利预测与投资建议 | 19 |
| 5 风险提示 | 21 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司发展历程..... | 6 |
| 图 2: 公司股权结构..... | 7 |
| 图 3: 2013-2023 年公司分产品营收情况..... | 8 |
| 图 4: 2020-2024H1 公司分下游营收情况..... | 8 |
| 图 5: 2019-2024H1 公司业绩情况..... | 8 |
| 图 6: 2019-2024H1 公司经营性现金流及归母净利润情况..... | 8 |
| 图 7: 2013-2024H1 公司毛利率情况..... | 9 |
| 图 8: 2013-2024H1 公司费用率情况..... | 9 |
| 图 9: 压滤机工作原理示意图..... | 9 |
| 图 10: 隔膜压滤机工作原理示意图..... | 9 |
| 图 11: 通用机械分类..... | 10 |
| 图 12: 压滤机应用场景..... | 10 |
| 图 13: 中国压滤机市场规模..... | 10 |
| 图 14: 2013-2023 年煤炭/有色金属/钢铁行业资本开支走势..... | 11 |
| 图 15: 2016-2024 年铜、黄金价格走势..... | 11 |
| 图 16: 2013-2023 年有色金属行业归母净利润及资本开支走势..... | 11 |
| 图 17: 2020-2023 年公司来自矿物及加工行业的营收情况..... | 11 |
| 图 18: 压滤机在新能源领域的应用..... | 12 |
| 图 19: 2016-2023 年全球新能源汽车销量情况..... | 13 |
| 图 20: 2019-2024 年中国动力电池装车量..... | 13 |
| 图 21: 2020-2023 年公司来自新能源新材料行业的营收情况..... | 13 |
| 图 22: 2018-2023 年中国锂离子电池实际回收量..... | 14 |
| 图 23: 中国锂离子电池回收产能..... | 14 |
| 图 24: 公司历史上的技术突破..... | 15 |
| 图 25: 2019-2023 各公司研发费用情况..... | 15 |
| 图 26: 2014-2022 年中国压滤机行业市占率情况..... | 16 |
| 图 27: 2014-2023 各公司压滤机产品毛利率情况..... | 16 |
| 图 28: 滤板市场规模测算..... | 16 |
| 图 29: 滤布市场规模测算..... | 16 |
| 图 30: 2019-2024H1 公司分地区业务毛利率情况..... | 17 |
| 图 31: 2019-2024H1 公司分地区业务收入情况..... | 17 |
| 图 32: 2015-2024H1 公司海外业务营收及我国压滤机出口额..... | 18 |
| 图 33: 2019-2023 年公司分红率..... | 19 |
| 图 34: 公司 PE、PB 居上市以来底部..... | 19 |
| 表 1: 公司产品简介..... | 6 |
| 表 2: 公司股权激励计划目标及完成情况..... | 7 |
| 表 3: 污泥处置方式及含水率要求..... | 12 |
| 表 4: 污泥处置领域压滤机市场空间测算..... | 12 |
| 表 5: 设备更新及消费品以旧换新支持政策..... | 14 |
| 表 6: 公司成套装备产业化项目..... | 17 |
| 表 7: 不同市占率下公司海外业务收入测算(单位: 亿元人民币)..... | 18 |

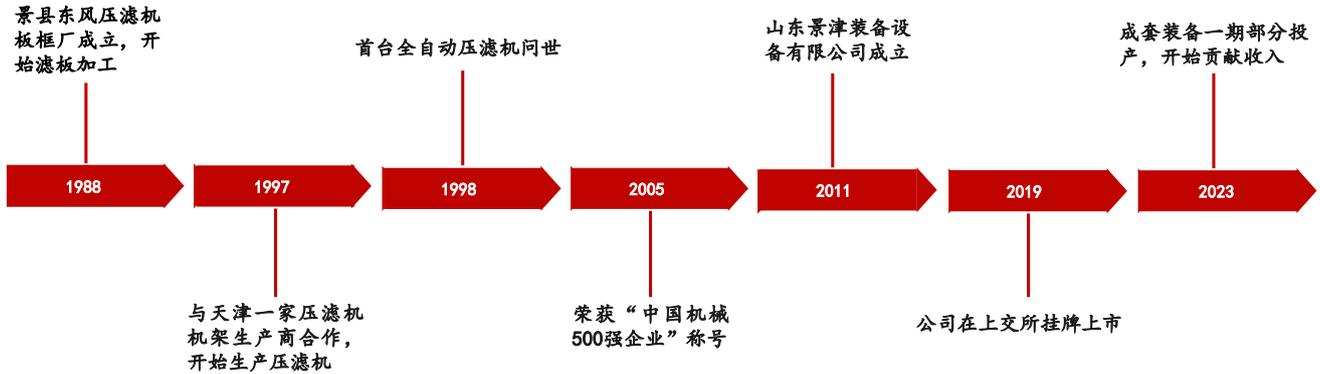
| | |
|--------------------------------|----|
| 表 8: 公司分业务收入及成本预测 (亿元) | 19 |
| 表 9: 可比公司估值表 (2024.9.20) | 20 |
| 表附录: 三大报表预测值 | 22 |

1 景津装备：稳健务实的压滤机行业龙头

1.1 公司深度聚焦主业压滤机，稳坐行业头把交椅

1988年，公司前身“景县东风压滤机板框厂”在河北省景县孙镇曹村成立，并于1997年正式开始生产压滤机，于2019年在上交所挂牌上市。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

公司主营产品为压滤机整机及配件，可根据客户的不同需求，制造和销售定制化产品。三十年来，公司秉持着“精细、创新、诚信、责任”的企业精神，贯彻“专注做事”和“持续让用户满意”的战略，服务于全球数十万个用户，产品远销世界各地。目前，公司压滤机产销量位居世界第一，稳坐行业头把交椅。

表1：公司产品简介

| 类别 | 主要产品 | 产品图 | 简介 |
|-------|-------|--|--|
| 压滤机整机 | 厢式压滤机 |  | 通过液压缸推动滤板对固液混合物进行挤压，完成固液分离。 |
| | 隔膜压滤机 |  | 滤板为中空设计，在液压缸推动滤板完成一次过滤后，滤板中空部分会通入液体使滤板膨胀，再次挤压固液混合物，完成二次过滤。 |
| 配件 | 滤布 |  | 压滤机中的过滤介质，其质量好坏直接影响过滤效果。 |
| | 滤板 |  | 为滤布提供压力支撑。 |
| 配套设备 | 柱塞泵 |  | 包括柱塞泵、提升机、脱水机等过滤配套设备。 |

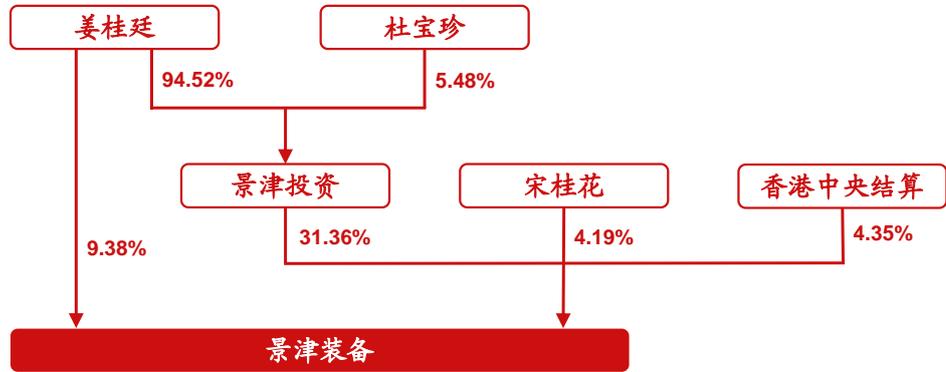


资料来源：公司招股书，公司官网，Micronicsinc 官网，浙商证券研究所

1.2 股权架构稳定，激励机制完善

公司股权结构清晰，实控人为姜桂廷和宋桂花夫妇，二者合计持有公司 43.21%的股权。其中董事长姜桂廷为正高级工程师，享受国务院政府特殊津贴，被山东省人民政府认定为“泰山产业领军人才”，拥有深厚的技术背景。

图2：公司股权结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所
注：数据截至 2024 年 9 月 20 日

上市以来，公司已于 2020、2022 年公布了两期股权激励方案，向公司高管及核心技术人员授予了限制性股票。目前，2020 年激励方案的两个业绩考核目标已全部达标，2022 年激励方案中给出的三个考核目标已达标两个。

表2：公司股权激励计划目标及完成情况

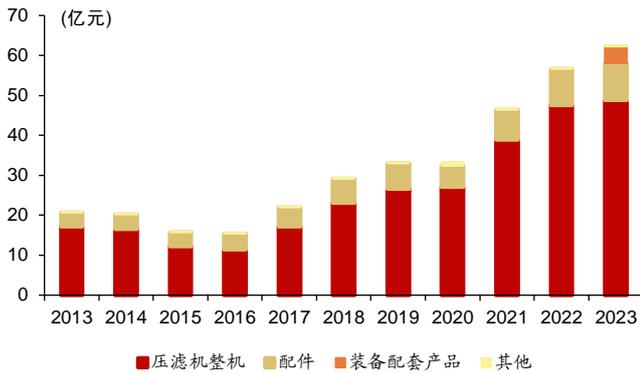
| 激励计划 | 2020 年限制性股票激励计划 | | 2022 年限制性股票激励计划 | | |
|------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| 考核年度 | 2017-2019 年营收/净利润均值 | | 2020 年营收/净利润 | | |
| 考核基数 | 2017-2019 年营收/净利润均值 | | 2020 年营收/净利润 | | |
| 考核目标 | 营收增长率≥18% 或 净利润增长率≥50% | 营收增长率≥25% 或 净利润增长率≥60% | 营收增长率≥52% 或 净利润增长率≥43% | 营收增长率≥65% 或 净利润增长率≥55% | 营收增长率≥80% 或 净利润增长率≥66% |
| 实际值 | 营收增速：18.34% 净利润增速：78.81% | 营收增速：65.32% 净利润增速：124.78% | 营收增速：70.67% 净利润增速：62.03% | 营收增速：87.71% 净利润增速：95.87% | - |
| 是否完成 | 是 | 是 | 是 | 是 | - |

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

1.3 压滤机销量高增，公司业绩稳步提升

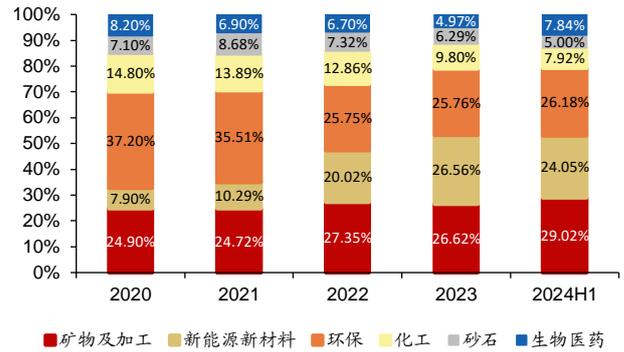
分产品类别来看，压滤机整机是公司最主要的收入来源，每年的收入占比超过 70%；分下游应用领域来看，矿物及加工、新能源新材料和环保是公司产品的主要应用领域，2023 年，应用于上述领域的产品合计贡献 79%的收入。

图3: 2013-2023 年公司分产品营收情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 2020-2024H1 公司分下游营收情况

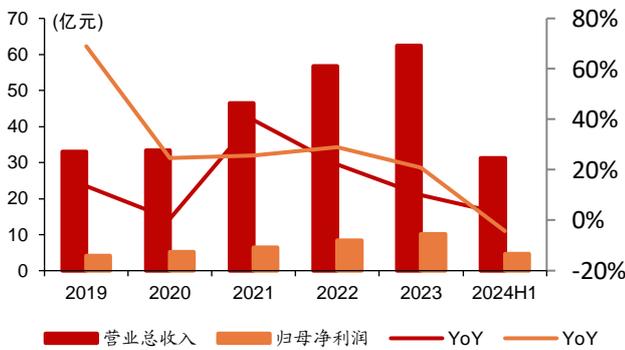


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

受益于下游旺盛的需求, 公司压滤机销量快速增长, 业绩同步提升。2019-2023 年, 公司营收从 33.11 亿元增长至 62.49 亿元, 归母净利润从 4.13 亿元增长至 10.08 亿元。2024H1, 公司实现营收 31.27 亿元, 同比增长 2.34%; 实现归母净利润 4.59 亿元, 同比下降 4.28%。

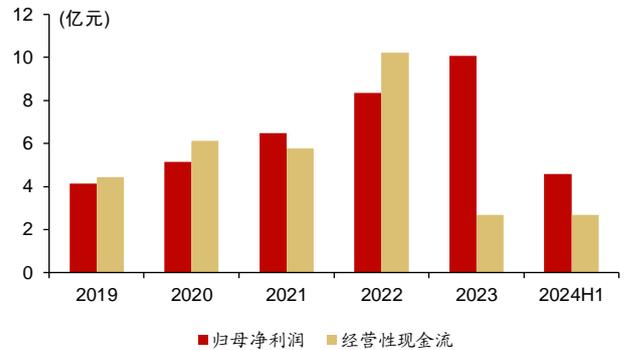
2019-2022 年, 公司经营性现金流净额与归母净利润的比值多维持在 1 以上; 2023 年, 公司的经营性现金流净额为 2.68 亿元, 归母净利润为 10.08 亿元, 比值下降至 0.27, 主要系公司收到客户票据增加及支付职工薪酬增加所致, 票据仅在承兑或贴现时计入现金流量表, 因此当期不在现金流量表中体现, 导致公司经营性现金流下降; 2024H1, 比值回升至 0.58。

图5: 2019-2024H1 公司业绩情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 2019-2024H1 公司经营性现金流及归母净利润情况

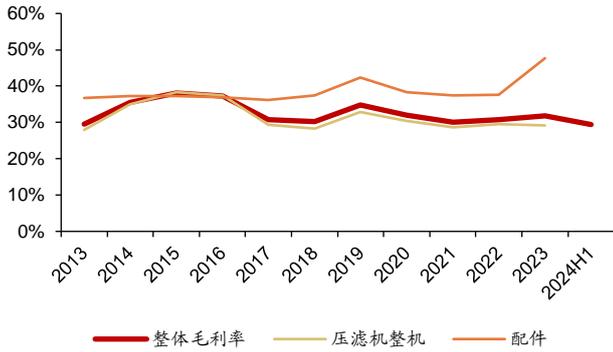


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2013-2024H1, 公司整体毛利率在 29%-38%间波动。分产品来看, 收入贡献最大的压滤机整机毛利率较为稳定, 维持在 30%附近, 原因在于公司顺价能力较强, 能根据产品成本适时调整售价; 配件毛利率则稳定在 40%左右, 2023 年提升至 48%, 主要系当年公司将毛利率较低的配套设备单独列示, 剩余配件毛利率提高所致。

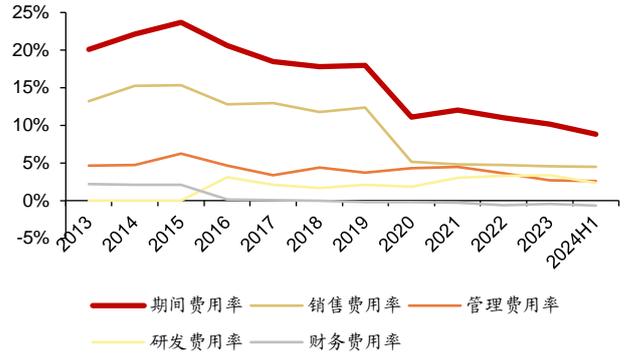
费用方面, 公司控费能力持续增强, 2013-2024H1, 期间费用率已从 20%左右下降至 9%。其中, 销售费用率从 10%以上下降至 4.5%, 管理费用率从 5%左右下降至 2.6%, 研发费用率控制在 3.5%以下。另外, 公司财务状况健康, 2016 年至今, 公司的有息负债率始终维持在 3%以下, 受益于此, 公司几乎不存在财务费用。

图7: 2013-2024H1 公司毛利率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 2013-2024H1 公司费用率情况

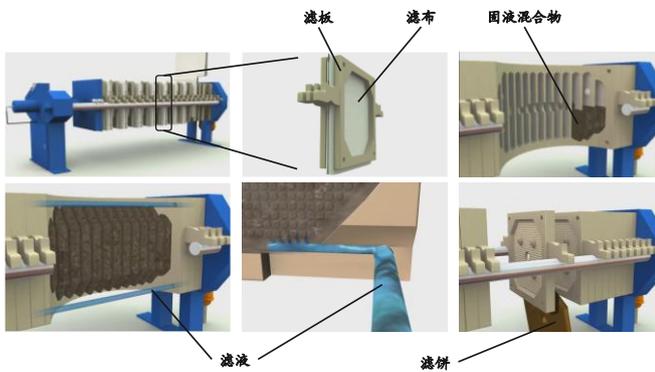


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 压滤机下游应用领域广泛, 需求增速趋缓

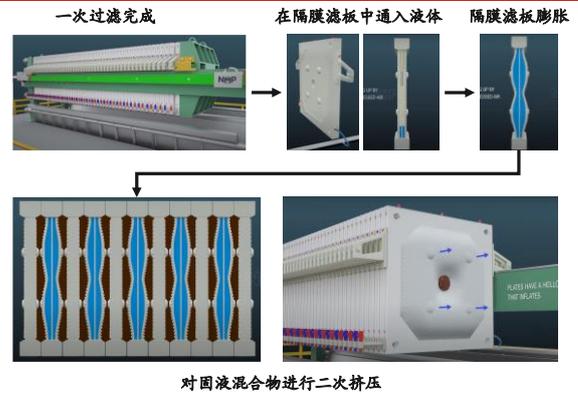
压滤机是一种通用机械设备, 其基本工作原理为通过液压缸推动滤板, 对固液混合物加压, 从而实现固液分离, 其中固体物质在滤布上堆积形成滤饼, 滤液则顺着孔径流出滤板; 过滤效果更好的隔膜压滤机还会在上述过滤步骤完成后在隔膜滤板中通入液体使其膨胀, 对固液混合物进行二次挤压, 从而实现二次过滤。压滤机行业上游主要为钢材、聚丙烯等原材料行业和泵、阀、电料等通用件制造行业; 下游则较为广泛, 在环保、化工、矿物加工等传统领域和新能源、新材料、砂石骨料等新兴领域均有所应用。

图9: 压滤机工作原理示意图



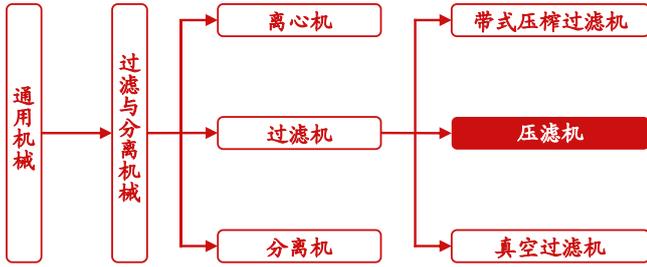
资料来源: Micronics 官网, 浙商证券研究所

图10: 隔膜压滤机工作原理示意图



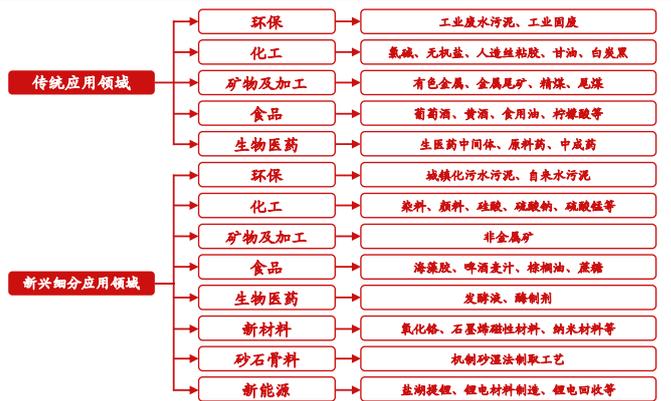
资料来源: NMP Filter Press, 浙商证券研究所

图11: 通用机械分类



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

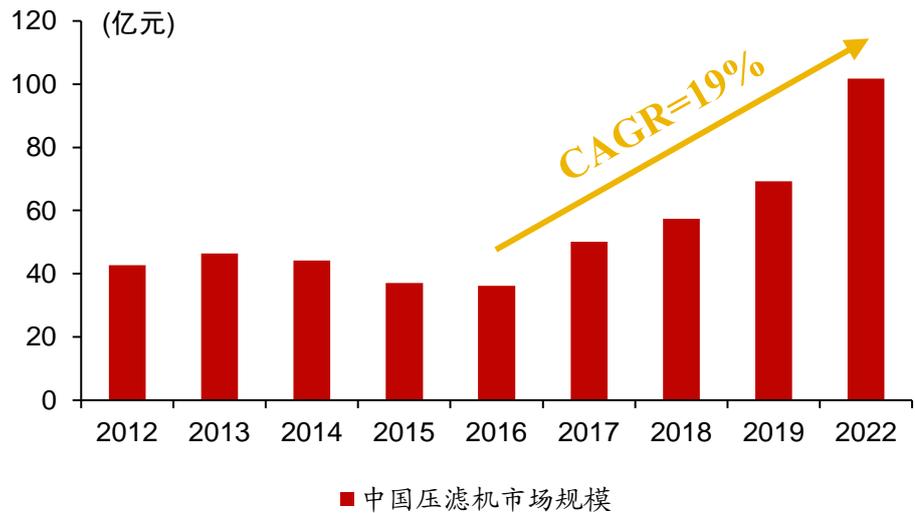
图12: 压滤机应用场景



资料来源: 头豹研究院, 浙商证券研究所

近年来, 受益于下游环保、新能源等行业的快速发展, 压滤机市场规模同样迎来快速增长, 根据智研咨询的数据, 我国压滤机市场规模已从2012年的42.75亿元增长至2022年的101.69亿元, 其中2016-2022年增速较快, CAGR达到19%。

图13: 中国压滤机市场规模



资料来源: 中国海关, 智研咨询, 浙商证券研究所
注: 数据源未披露2020、2021年相关数据

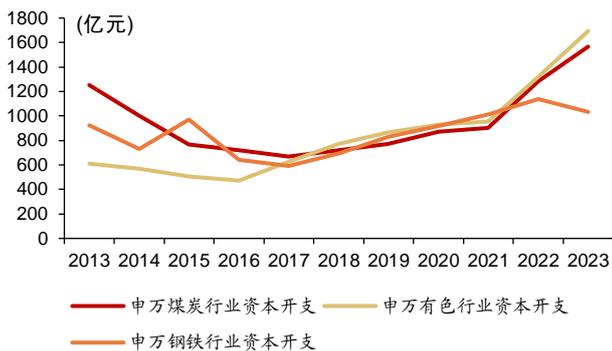
2.1 矿物及加工: 行业资本开支高增拉动压滤机需求增长

压滤机可用于煤炭、有色金属等矿物及加工行业的洗选、冶炼及尾矿处理等步骤。例如在煤矿的生产过程中, 压滤机可用于煤矿浆料的固液分离步骤, 得到所需的干煤炭; 在尾矿处理中, 压滤机可用于污泥处理。该行业滤质处理量较大、滤质透水快、滤饼粘度低, 对过滤效率要求较高, 因此以高效节能快速压滤机作为主导机型; 此外, 该行业对压滤机过滤工艺要求不高, 因而参与企业数量较多, 竞争较为激烈。

2017年开始, 我国矿物及加工行业的资本开支不断增长, 至2023年, 煤炭/有色金属/钢铁行业上市公司的资本开支分别达到1567/1694/1031亿元(统计样本为申万一级行业为煤炭、有色金属、钢铁的上市公司, 下同)。以有色金属行业为例, 从2019年开始, 伴随

着铜、金等主要有色品种的价格上涨，有色企业的净利润高速增长，行业内上市公司的归母净利润从 2019 年的 155 亿元快速增长至 2022 年的 1806 亿元，2023 年回落至 1350 亿元（主要由于锂价下跌，天齐锂业、赣锋锂业等锂矿公司利润下跌幅度较大所致）。这段时期内，有色企业普遍获得了较大的资本积累，行业内上市公司的资本开支则在之后的 2021 年开始高速增长，至 2023 年，有色行业上市公司资本开支总额已增长至 1694 亿元，2019-2023 年 CAGR 达到 18%。受益于有色金属等行业的资本开支高增，公司的压滤机销售额也同步增长。2019-2023 年，公司来自于矿物及加工行业的收入从 8.29 亿元快速增长至 16.64 亿元。

图 14: 2013-2023 年煤炭/有色金属/钢铁行业资本开支走势



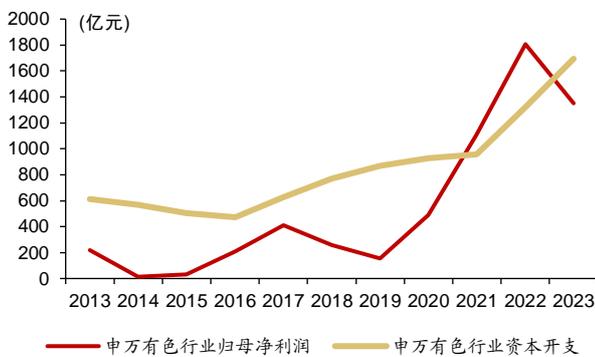
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 15: 2016-2024 年铜、黄金价格走势



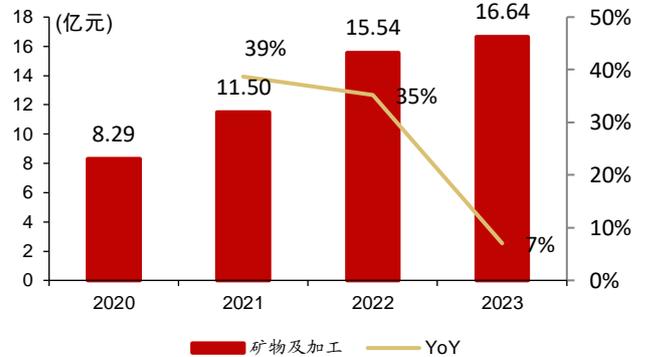
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 2013-2023 年有色金属行业归母净利润及资本开支走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 17: 2020-2023 年公司来自矿物及加工行业的营收情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

目前，精炼铜作为重要的工业金属仍然供不应求，资本开支可能维持；锂、镍等金属在前几年的快速扩产中产能大增，预计后续资本开支强度将有所下降；总体来看，预计后续几年以有色金属为代表的采矿行业资本开支继续快速增长的概率不大，对压滤机设备的需求也将趋于平稳。

2.2 环保: 预计污泥脱水用压滤机需求增长趋缓

压滤机在环保领域中主要用于污泥脱水。污泥是在污水处理过程中产生的固形物，含水率较高，且污泥中含有大量微生物，污染性较强，处置不当易造成二次污染。目前，卫

生填埋、焚烧、土地利用、建材利用是我国主要的污泥处置方式，而各种方式均对污泥含水率提出了一定要求。其中，卫生填埋和土地利用要求污泥含水率低于 60%、焚烧要求低于 50%、建材利用要求低于 40%。因此，脱水是污泥处置中不可或缺的环节，压滤机是其中的关键设备。

表3: 污泥处置方式及含水率要求

| 处置方式 | 卫生填埋 | 焚烧 | 土地利用 | 建材利用 |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 要求含水率 | < 60% | < 50% | < 60% | < 40% |

资料来源:《污泥脱水技术研究进展及碳排放比较分析》李丽萍等, 浙商证券研究所

住建部 2022 年统计年鉴和 E20 数据库显示, 2022 年, 我国市政污泥的无害化处理率约为 66%; 国家发改委预计至 2025 年, 城市污泥无害化处置率将达到 90%以上, 基本形成设施完备、运行安全、绿色低碳、监管有效的污泥无害化资源化处理体系。

按照每万吨污水产生 7 吨污泥(含水量 80%)、污泥处置工程中的压滤机投资额为 5.8 万元/(吨/日)、并假设污水处理量每年增长 3%进行计算, 我们预计至 2025 年, 我国污泥处置领域的压滤机市场空间将达到 80.76 亿元, 较 2022 年增长 26.56 亿元。

表4: 污泥处置领域压滤机市场空间测算

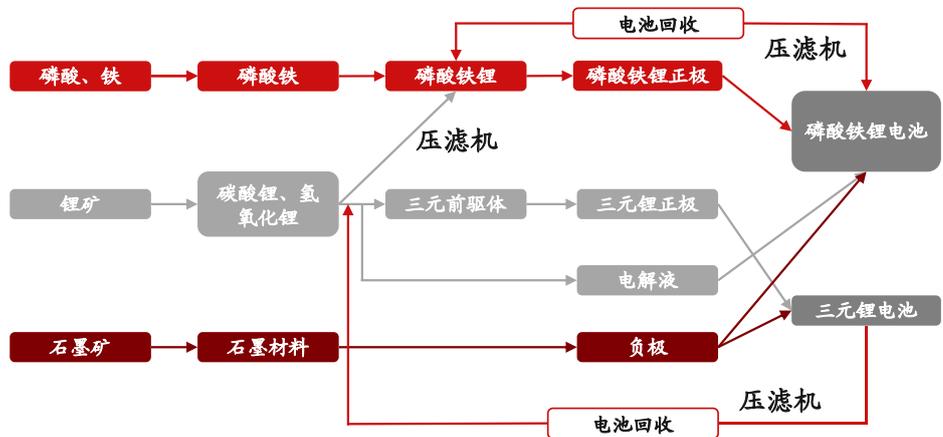
| | 2022 | 2025E |
|--------------------|--------------|--------------|
| 污水处理量(亿吨) | 738.3 | 806.8 |
| 污泥产生量(万吨) | 5168.1 | 5647.3 |
| 污泥无害化处置率 | 66% | 90% |
| 污泥日处理能力(吨/日) | 9.35 | 13.92 |
| 单位投资额(万元/(吨/日)) | 5.8 | 5.8 |
| 压滤机市场空间(亿元) | 54.20 | 80.76 |

资料来源: 国家发改委, 住建部, 中国水网,《污泥干化处理工艺研究》姚良波等, 浙商证券研究所

2.3 新能源: 行业短期承压, 看好长期发展

压滤机在新能源行业中可用于锂电池正极材料、负极材料、隔膜、电解液等材料的制备环节。

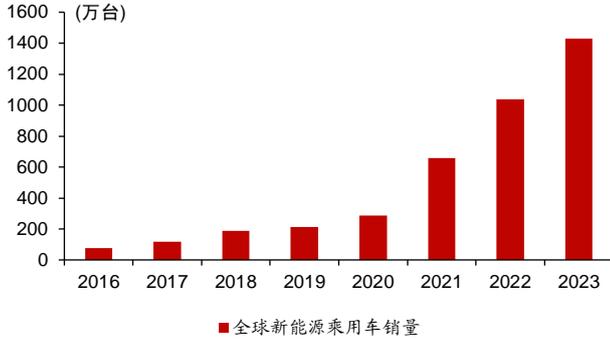
图18: 压滤机在新能源领域的应用



资料来源: 头豹研究院, 浙商证券研究所

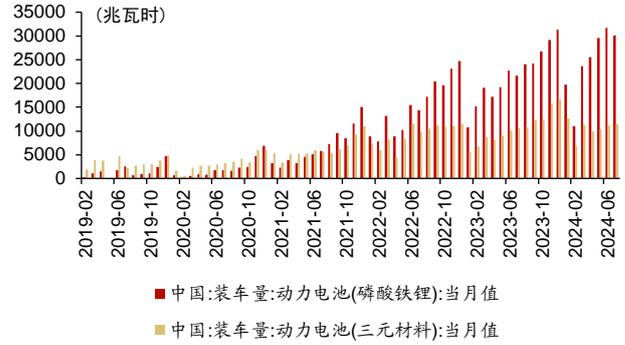
2021年开始,新能源汽车销量开始井喷,至2023年,全球新能源乘用车销量已达1429万台,2020-2023年复合增速达到71%。伴随新能源汽车销量高增,动力电池装机量同样快速增长,中国磷酸铁锂电池装车量已从2019年2月的0.3GWh增长至2024年8月的35.0GWh,三元电池装车量则在同一时期从1.9GWh增长至12.1GWh。

图19: 2016-2023年全球新能源汽车销量情况



资料来源: 环球网, 浙商证券研究所

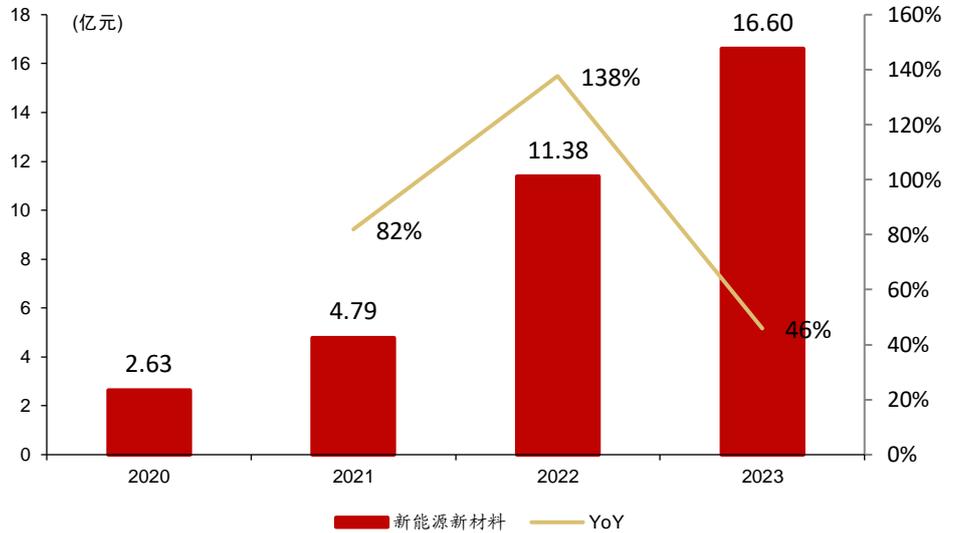
图20: 2019-2024年中国动力电池装车量



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

新能源行业的快速发展拉动了对压滤机的需求,2020-2023年,公司来自新能源新材料行业的营收从2.63亿元增长至16.60亿元,CAGR达到85%。

图21: 2020-2023年公司来自新能源新材料行业的营收情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2023年,锂电企业进入去库存阶段,行业出现阶段性供需失衡,许多公司利润空间被压缩甚至出现亏损。高工锂电产业研究院指出,2023年新能源行业承压的核心原因在于供过于求,体现在新招标项目大幅减少、企业目标完成率、以及产品价格腰斩三方面。另外,GGII数据显示,2023上半年锂电产业整体产能利用率已跌破50%(2022年为87%)。

2024年开始,国务院、商务部、财政部等部门持续印发新能源行业利好政策,在有关支持设备更新及消费品以旧换新的多份文件中规定了补贴标准等事项,明确了对新能源行

业的支持态度。我们认为，相关政策的持续出台有望提振消费热情、拉动新能源汽车、锂电池等产品的产量，新能源行业对压滤机的需求也有望回暖。

表5：设备更新及消费品以旧换新支持政策

| 印发日期 | 文件名称 | 相关举措 |
|-----------|------------------------------|--|
| 2024.3.13 | 《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》 | (1) 持续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； (2) 开展汽车以旧换新。 |
| 2024.4.26 | 《汽车以旧换新补贴实施细则》 | 对个人消费者报废国三及以下排放标准燃油乘用车或2018年4月30日前(含当日，下同)注册登记的新能源乘用车，并购买纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车的， 补贴1万元 。 (1) 推动新能源清洁能源船舶发展：在报废基础上更新为新能源清洁能源船舶，根据不同船舶类型按 1000—2200元/总吨 予以补贴； (2) 提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准：更新车龄8年及以上的新能源公交车及动力电池， 平均每辆车补贴6万元 。 |
| 2024.7.25 | 《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》 | (3) 个人消费者报废国三及以下排放标准燃油乘用车或2018年4月30日(含当日)前注册登记的新能源乘用车，并购买纳入《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车的， 补贴标准提高至2万元 。 |

资料来源：政府网站，浙商证券研究所

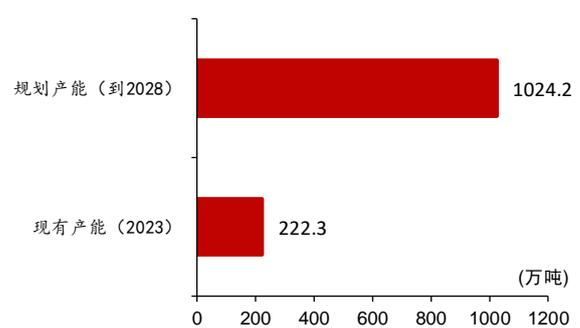
除锂电制造环节外，压滤机还可用于锂电的回收环节。未来随着动力电池使用寿命批次到期，锂电池的回收利用规模有望迎来快速增长。根据 EVTank、伊维经济研究院的数据，2023 年废旧电池回收产能为 222.3 万吨/年，实际回收量为 62.3 万吨，全行业名义产能利用率仅为 16.4%；预计至 2028 年，回收产能将达到 1024.2 万吨/年；至 2030 年，中国锂离子电池回收量将达到 602.8 万吨，市场规模将突破千亿元。我们认为随着动力电池退役潮的逼近和锂电池回收渠道的逐渐完善，锂电回收市场对压滤机的需求有望迎来放量。

图22：2018-2023 年中国锂离子电池实际回收量



资料来源：EVTank，浙商证券研究所
注：实际回收量包括废旧电池、废料和黑粉

图23：中国锂离子电池回收产能



资料来源：EVTank，浙商证券研究所

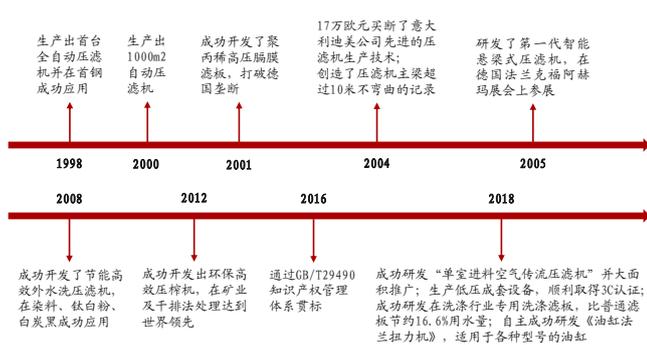
我们对锂电生产和回收环节的压滤机市场空间进行了测算。生产环节的压滤机投资额约为 500-600 万元/GWh，根据中国汽车动力电池产业创新联盟统计，截至 2023 年 6 月末，我国动力电池产能已达 1860GWh，至 2025 年可能达到 3000GWh，增量空间超过 1000GWh，考虑到目前动力电池的供需格局，给予一定折扣系数，对应压滤机投资空间在 40 亿元左右；回收环节的压滤机投资额约为 200-300 万元/GWh，EVTank 预计 2023-2028 年我国锂电池回收产能将增加 802 万吨，对应压滤机投资空间约为 23 亿元。

3 公司坚持以创新驱动发展，兼具短期增长点和长期业绩弹性

公司坚持研发创新，多年来持续推出新产品。1998年，公司自主设计制造了首台全自动压滤机，并在首钢成功应用；2000年，公司生产的自动压滤机过滤面积达到1000平米；2001年7月，公司成功研发隔膜滤板，打破了高端压滤机依赖进口的格局；2004年，公司创造了压滤机主梁超过10米不弯曲的记录，奠定了大型压滤机制造的技术基础；2005年，公司研发了第一代智能悬梁式压滤机；2008年，公司成功开发节能高效外水洗压滤机；2012年，公司成功开发出环保高效压榨机，在矿业及干排法处理达到世界领先；2018年，公司成功研发“单室进料空气传流压滤机”、低压成套设备、洗涤行业专用洗涤滤板、油缸法兰扭力机等设备。纵观公司发展历史，创新是不变的主题。

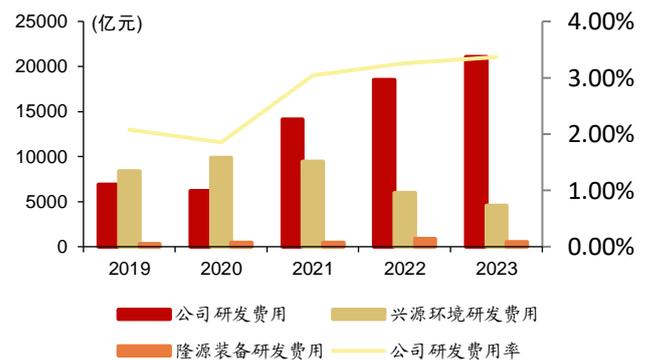
公司重视研发投入，获得多项专利。2019-2023年，公司的研发费用率稳定在1.8%以上；2023年，研发费用和研发费用率均创新高，分别达到2.10亿元和3.37%；同年，兴源环境、隆源装备的研发费用仅为0.46/0.05亿元。截至2024年6月30日，公司已拥有国内专利875项，国际发明专利33项，零部件自制率达到95%。

图24：公司历史上的技术突破



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

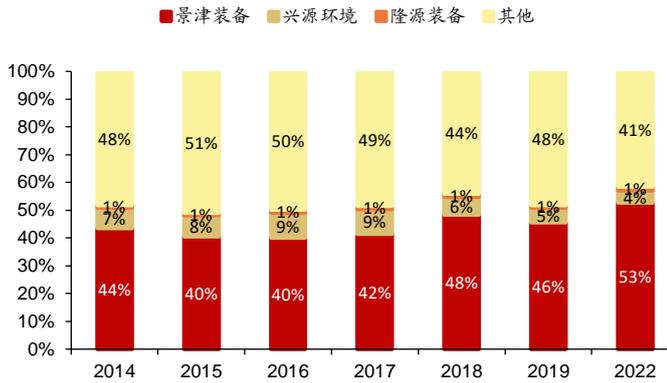
图25：2019-2023 各公司研发费用情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

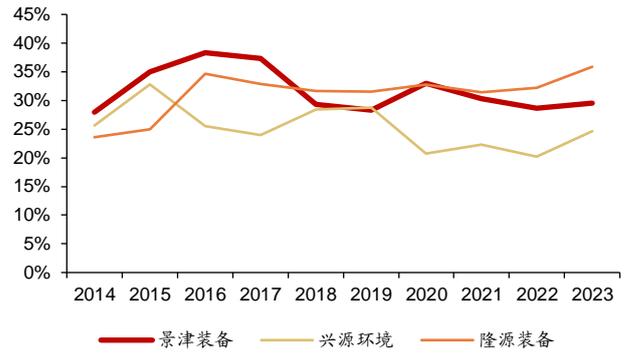
凭借过硬的产品品质，公司连续多年稳坐压滤机行业的头把交椅，是当之无愧的行业龙头。根据智研咨询的数据推算得出，2014-2022年，公司在国内压滤机行业的市占率始终保持在40%以上；2022年公司市占率已经达到53%，同年兴源环境、隆源装备的市占率仅为4%/1%。盈利能力方面，公司压滤机整机的毛利率维持在30%左右，与兴源环境、隆源装备相当。

图26: 2014-2022年中国压滤机行业市占率情况



资料来源: Wind, 智研咨询, 浙商证券研究所

图27: 2014-2023年各公司压滤机产品毛利率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

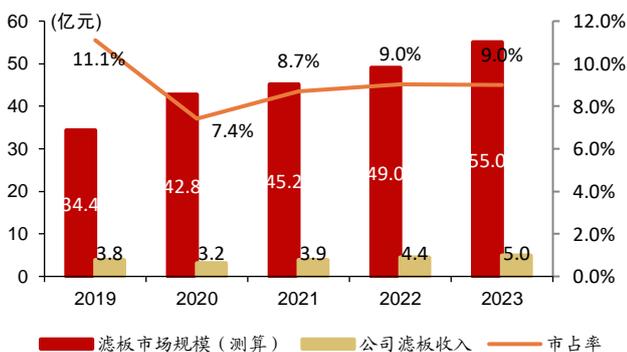
3.1 短期看点 1: 滤板市场空间释放, 公司市占率尚有提升空间

公司的压滤机配件主要分为滤板和滤布, 二者直接影响压滤机的过滤效果, 是压滤机中的核心组件; 且配件作为消耗品, 需要在使用过程中定期更换以保证过滤效果。通常滤布的更换周期在3个月左右, 滤板在3年左右。

3年的更换周期决定了滤板的市场规模增长节奏会滞后于整机和滤布, 滞后时间与更换周期相近。我国整机市场规模在2016-2022年迎来快速增长, 根据3年的周期计算, 滤板市场规模的增长刚刚行至中途, 后续仍有至少3年的增长时间; 而我们测算发现公司在滤板市场的市占率仍有提升空间, 后续随着市场规模增长和公司市占率提升, 营收有望迎来可观增长。

根据我们测算, 滤板在压滤机中的价值量占比约为50%, 滤布约为3%。按照滤板3年/滤布3个月的更换周期计算, 2023年滤板的市场规模约为55.0亿元, 公司当年滤板收入为5.0亿元, 市占率约为9.0%; 2023年滤布的市场规模约为15.7亿元, 公司当年滤布收入为3.0亿元, 市占率约为18.8%。滤板和滤布是决定压滤机性能的关键设备, 公司在整机市场上的龙头地位与其过硬的配件品质不无关联, 此前下游需求高增, 整机市场规模快速上涨, 公司聚焦于价值量更大的整机, 因此配件市场的市占率不高; 在整机规模增速放缓的背景下, 公司依托在配件上的技术优势有望实现配件市场市占率的提升。以滤板为例, 根据我们测算, 2025年滤板市场规模有望达到74.9亿元, 如果公司市占率同步提升, 则滤板业务将带来可观的收入贡献。

图28: 滤板市场规模测算



资料来源: 中国海关, 智研咨询, Wind, 浙商证券研究所测算

图29: 滤布市场规模测算



资料来源: 中国海关, 智研咨询, Wind, 浙商证券研究所测算

3.2 短期看点 2: 成套设备投产, 业绩有望进一步增厚

公司年报显示, 公司生产的过滤成套装备包括各式压滤机、进料柱塞泵、带式输送机、螺旋输送机、刮板输送机、搅拌机、浓密机、带式浓缩机、车载撬装移动式污泥不落地成套设备、石灰料仓、自动加药机、浮选机、U 型混合器、叠螺浓缩机、叠螺脱水机、滤饼破碎机、高效细粒分级筛、TPS 分选机、澄清器、垃圾分选震筛、笼筛、叶滤机、压力容器等整备。公司在压滤机市场上积累的良好口碑有望赋能成套装备业务, 使之成为公司新的业绩增长点。

目前, 公司成套装备产业化一期项目已于 2023 年部分投产, 处于产能爬坡阶段; 二期项目预计将在 2026 年 2 月投产。据公司披露, 两期项目全部达产之后, 预计每年可贡献营业收入 29.4 亿元, 净利润 4.16 亿元, 进一步增厚公司业绩。

表6: 公司成套装备产业化项目

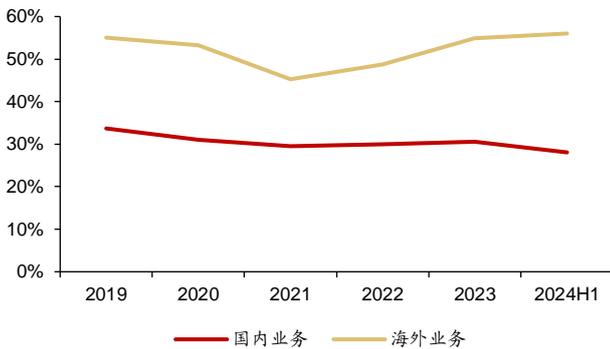
| 项目名称 | 总投资 | 建设进度 | 预计收益 |
|-----------|---------|-----------------------------|--|
| 成套装备产业化一期 | 12.8 亿元 | 已于 2023 年部分投产 目前处于产能爬坡阶段 | 项目建成全部达产后可实现 年营业收入约 21.8 亿元, 净 利润约 3.28 亿元 |
| 成套装备产业化二期 | 4.8 亿元 | 预计将于 2026 年 2 月投产 | 项目建成全部达产后可实现 年营业收入约 7.6 亿元, 净 利润约 0.88 亿元 |

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.3 长期看点: 海外业务盈利能力突出, 静待发力

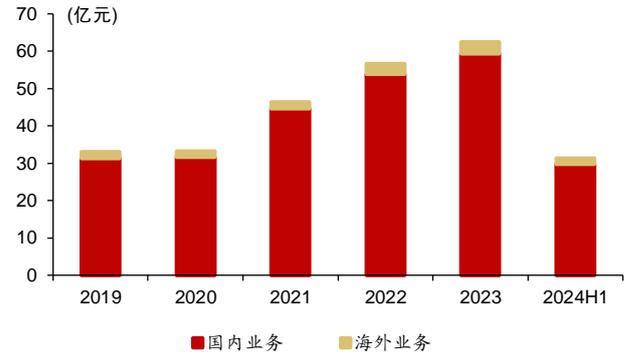
2019-2024H1, 公司海外业务毛利率维持在 45%以上, 国内业务毛利率则维持在 30%左右, 相比之下, 海外业务的平均毛利率较国内业务高出近 20pct; 另外, 2019-2024H1, 海外业务收入占比仅为 5%左右, 发展潜力巨大。如果后续公司海外业务加速拓展, 将有可观的收入和利润贡献。

图30: 2019-2024H1 公司分地区业务毛利率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图31: 2019-2024H1 公司分地区业务收入情况

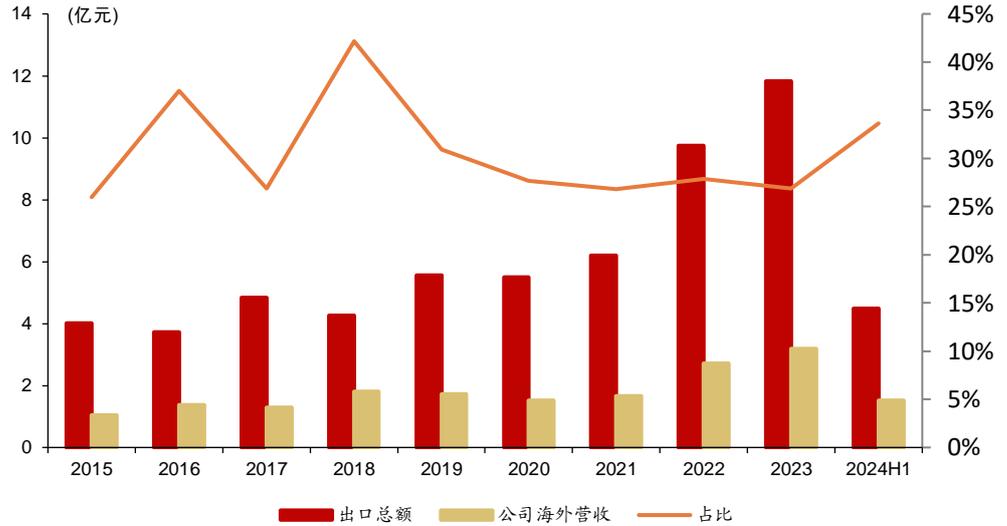


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

为什么我们看好公司海外业务发展? 1) 公司在招股书中提到, 海外压滤机生产企业普遍采用外购加组装的生产模式, 导致其隔膜压滤机价格远高于同型号国产压滤机, 因此, 公司出海具备成本优势。2) 根据海关总署的数据, 2015-2019 年, 我国压滤机出口额从

4.00 亿元波动增长至 5.56 亿元，同期公司的海外业务营收从 1.04 亿元波动增长至 1.72 亿元，占比在 25%-40%之间波动；2020 年后，公司海外业务营收占出口总额的比例稳定在 30% 以下（2024 年上半年比例上升至 34%）。公司在 2023 年年报中表示，“公司正在‘加强销售、售后服务网络建设，扩大全球范围内的品牌知名度，以可靠的产品品质和优异的服务，不断提升品牌的美誉度和客户忠诚度，提升海外营收规模，将景津品牌打造成具有世界影响力的高端过滤成套装备品牌’”，表达了明确的出海意愿。我们认为公司强大的产品力和口碑有望为其海外业务赋能，在国内压滤机市场规模增长放缓的大背景下，看好公司通过出海打开业绩增长空间。

图32: 2015-2024H1 公司海外业务营收及我国压滤机出口额



资料来源: Wind, 海关总署, 浙商证券研究所

出海能给公司带来多大的业绩增长空间？根据 QYResearch 的数据，2023 年全球压滤机市场规模为 25.8 亿美元，预计 2030 年将达到 36.3 亿美元。在这个市场空间下，我们针对公司不同的市占率情况进行了敏感性分析。2025 年，当公司在海外市场的市占率达到 5% 时，海外业务将贡献 10.03 亿人民币收入，相当于 2023 年海外业务收入的 6.3 倍。

表7: 不同市占率下公司海外业务收入测算 (单位: 亿元人民币)

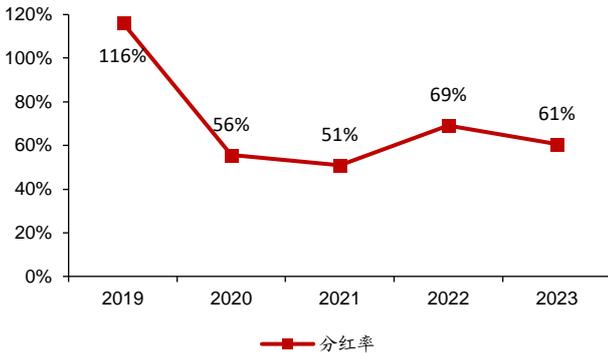
| 年度 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 市场规模 | 181.80 | 190.93 | 200.52 | 210.60 | 221.18 | 232.29 | 243.96 | 256.21 |
| 5% | 9.09 | 9.55 | 10.03 | 10.53 | 11.06 | 11.61 | 12.20 | 12.81 |
| 10% | 18.18 | 19.09 | 20.05 | 21.06 | 22.12 | 23.23 | 24.40 | 25.62 |
| 15% | 27.27 | 28.64 | 30.08 | 31.59 | 33.18 | 34.84 | 36.59 | 38.43 |
| 20% | 36.36 | 38.19 | 40.10 | 42.12 | 44.24 | 46.46 | 48.79 | 51.24 |
| 25% | 45.45 | 47.73 | 50.13 | 52.65 | 55.29 | 58.07 | 60.99 | 64.05 |

资料来源: Wind, 中国报告大厅, 浙商证券研究所
注: 2024/9/20 美元兑人民币汇率为 7.0552

3.4 公司股息率可观，安全边际高

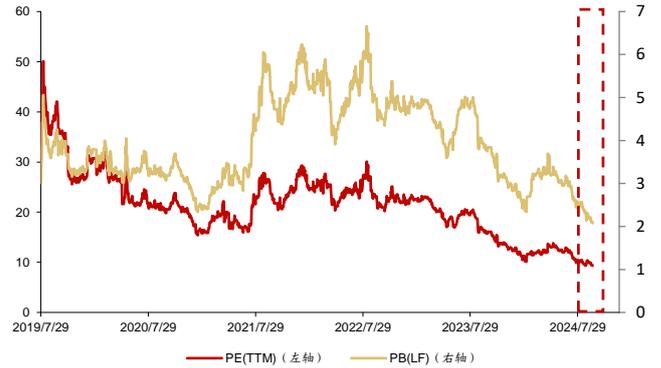
2019-2023 年，公司的分红率始终保持在 50% 以上，截至 2024 年 9 月 20 日收盘，公司 PE(TTM) 为 9.27 倍，居上市以来底部；对应的股息率 (TTM) 为 6.68%。在稳定的高分红率和股息率下，公司拥有较高的安全边际。

图33: 2019-2023 年公司分红率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图34: 公司 PE、PB 居上市以来底部



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4 盈利预测与投资建议

(1) 压滤机整机: 我们认为短期内下游需求增速趋缓, 公司整机销量将呈现小幅增长的态势; 后续随着下游整体需求回暖, 整机销量增速有望提升。我们预计 2024-2026 年整机销量同比增速为 6%/3%/2%, 平均单价分别为 28.8/29.1/29.3 万元/台, 毛利率分别为 27.67%/28.35%/28.77%。

(2) 配件: ①滤板: 我们认为后续几年滤板市场规模的增长叠加公司在滤板市场市占率的提升, 公司收入有望迎来增长, 预计 2024-2026 年收入增长率分别为 13.71%/22.67%/19.20%, 毛利率分别为 51.16%/52.06%/52.91%; ②滤布: 预计 2024-2026 年收入增长率分别为 11.88%/10.48%/9.62%, 毛利率分别为 32.37%/32.16%/31.96%; ③其他配件: 预计 2024-2026 年收入增长率分别为 13.02%/18.16%/15.89%, 毛利率分别为 48.67%/50.21%/54.60%。

(3) 成套装备: 预计 2024-2026 年成套装备一、二期产能利用率分别为 50%/0%、70%/0%、100%/30%, 毛利率分别为 31.00%/35.00%/38.89%。

(4) 其他: 预计 2024-2026 年收入增长率分别为 5%/5%/5%, 毛利率分别为 2.75%/2.75%/2.75%

表8: 公司分业务收入及成本预测 (亿元)

| 项目 | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 压滤机整机 | 收入 | 48.85 | 48.87 | 50.86 | 52.23 |
| | YoY | 2.78% | 0.05% | 4.07% | 2.70% |
| | 成本 | 34.63 | 35.35 | 36.44 | 37.21 |
| | 毛利率 | 29.10% | 27.67% | 28.35% | 28.77% |
| 配件-滤板 | 收入 | 4.95 | 5.63 | 6.90 | 8.23 |
| | YoY | 11.55% | 13.71% | 22.67% | 19.20% |
| | 成本 | 2.30 | 2.75 | 3.31 | 3.87 |
| | 毛利率 | 53.42% | 51.16% | 52.06% | 52.91% |
| 配件-滤布 | 收入 | 2.95 | 3.30 | 3.65 | 4.00 |
| | YoY | 36.52% | 11.88% | 10.48% | 9.62% |
| | 成本 | 2.07 | 2.23 | 2.47 | 2.72 |

| | | | | | |
|-------|-----|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 毛利率 | 29.88% | 32.37% | 32.16% | 31.96% |
| 配件-其他 | 收入 | 1.37 | 1.55 | 1.83 | 2.12 |
| | YoY | -46.06% | 13.02% | 18.16% | 15.89% |
| | 成本 | 0.48 | 0.79 | 0.91 | 0.96 |
| | 毛利率 | 64.93% | 48.67% | 50.21% | 54.60% |
| 成套装备 | 收入 | 4.20 | 6.40 | 8.96 | 14.24 |
| | YoY | - | 52.28% | 40.00% | 58.93% |
| | 成本 | 3.00 | 4.42 | 5.82 | 8.70 |
| | 毛利率 | 28.73% | 31.00% | 35.00% | 38.89% |
| 其他 | 收入 | 0.18 | 0.19 | 0.19 | 0.20 |
| | YoY | 9.27% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 成本 | 0.17 | 0.18 | 0.19 | 0.20 |
| | 毛利率 | 2.82% | 2.75% | 2.75% | 2.75% |
| 合计 | 收入 | 62.49 | 65.93 | 72.39 | 81.02 |
| | YoY | 9.98% | 5.50% | 9.80% | 11.92% |
| | 成本 | 42.65 | 45.72 | 49.15 | 53.66 |
| | 毛利率 | 31.75% | 30.66% | 32.11% | 33.77% |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

结合公司业务情况，我们选取仕净科技、大元泵业、海天精工、纽威股份为可比公司。参考可比公司估值情况，2024年平均PE为11.55倍，对应目标价为20.75元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：可比公司估值表（2024.9.20）

| 证券简称 | 总市值（亿元） | 归母净利润（亿元） | | | PE | | |
|---------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| | 2024.9.20 | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 仕净科技 | 42.30 | 6.33 | 9.40 | 11.95 | 6.68 | 4.50 | 3.54 |
| 大元泵业 | 30.56 | 2.97 | 3.30 | 3.73 | 10.29 | 9.25 | 8.20 |
| 海天精工 | 98.19 | 6.92 | 8.08 | 9.42 | 14.20 | 12.16 | 10.42 |
| 纽威股份 | 137.63 | 9.14 | 10.92 | 12.80 | 15.05 | 12.61 | 10.75 |
| 可比公司均值 | 77.17 | 6.34 | 7.93 | 9.47 | 11.55 | 9.63 | 8.23 |
| 景津装备 | 91.54 | 10.35 | 11.68 | 13.10 | 8.84 | 7.83 | 6.99 |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：景津装备盈利预测来自浙商研究所测算，其他公司盈利预测来自Wind一致预期

5 风险提示

下游需求不及预期: 若下游行业对压滤机的需求不及预期, 公司营业收入增长可能因此不及预期。

配件销售不及预期: 配件业务收入有望在未来短期内迎来增长, 若配件销售不及预期, 公司的业绩增长可能因此不及预期。

成套装备产销情况不及预期: 若公司成套装备项目产销情况不及预期, 可能因此拖累公司业绩。

出海进度不及预期: 出海是公司业绩增长、利润增厚的有力推动, 若出海进度不及预期, 公司业绩的增长可能因此不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|--------|
| 流动资产 | 5,967 | 6,215 | 6,881 | 7,673 |
| 现金 | 1,845 | 2,023 | 2,257 | 2,599 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 852 | 947 | 1,058 | 1,180 |
| 其它应收款 | 49 | 50 | 55 | 61 |
| 预付账款 | 129 | 113 | 125 | 144 |
| 存货 | 2,819 | 2,833 | 3,122 | 3,427 |
| 其他 | 273 | 249 | 264 | 262 |
| 非流动资产 | 2,662 | 2,824 | 2,878 | 2,787 |
| 金融资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1,948 | 2,109 | 2,144 | 2,060 |
| 无形资产 | 282 | 301 | 329 | 339 |
| 在建工程 | 152 | 150 | 136 | 117 |
| 其他 | 279 | 265 | 269 | 271 |
| 资产总计 | 8,629 | 9,039 | 9,759 | 10,460 |
| 流动负债 | 3,961 | 3,737 | 3,850 | 3,877 |
| 短期借款 | 200 | 200 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 534 | 565 | 633 | 677 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 3,226 | 2,971 | 3,216 | 3,200 |
| 非流动负债 | 126 | 140 | 163 | 182 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 126 | 140 | 163 | 182 |
| 负债合计 | 4,087 | 3,877 | 4,013 | 4,059 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权 | 4,542 | 5,162 | 5,746 | 6,401 |
| 负债和股东权益 | 8,629 | 9,039 | 9,759 | 10,460 |

现金流量表

| (百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 268 | 938 | 1,249 | 1,092 |
| 净利润 | 1,008 | 1,035 | 1,168 | 1,310 |
| 折旧摊销 | 172 | 184 | 207 | 221 |
| 财务费用 | (28) | (21) | (29) | (38) |
| 投资损失 | 5 | 5 | 4 | 5 |
| 营运资金变动 | (226) | (253) | 204 | (85) |
| 其它 | (663) | (11) | (306) | (320) |
| 投资活动现金流 | (45) | (365) | (260) | (132) |
| 资本支出 | (325) | (335) | (220) | (110) |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 280 | (30) | (40) | (22) |
| 筹资活动现金流 | (517) | (395) | (756) | (617) |
| 短期借款 | 200 | 0 | (200) | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (718) | (395) | (555) | (617) |
| 现金净增加额 | (294) | 178 | 233 | 343 |

利润表

| (百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 6,249 | 6,593 | 7,239 | 8,102 |
| 营业成本 | 4,265 | 4,572 | 4,915 | 5,366 |
| 营业税金及附加 | 56 | 61 | 64 | 69 |
| 营业费用 | 286 | 349 | 434 | 591 |
| 管理费用 | 166 | 178 | 217 | 267 |
| 研发费用 | 210 | 168 | 185 | 213 |
| 财务费用 | (28) | (21) | (29) | (38) |
| 资产减值损失 | (20) | (28) | (33) | (33) |
| 公允价值变动损益 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 投资净收益 | (5) | (5) | (4) | (5) |
| 其他经营收益 | 12 | 10 | 12 | 11 |
| 营业利润 | 1,280 | 1,320 | 1,493 | 1,673 |
| 营业外收支 | 17 | 13 | 11 | 14 |
| 利润总额 | 1,297 | 1,333 | 1,504 | 1,686 |
| 所得税 | 289 | 297 | 335 | 376 |
| 净利润 | 1,008 | 1,035 | 1,168 | 1,310 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 1,008 | 1,035 | 1,168 | 1,310 |
| EBITDA | 1,452 | 1,497 | 1,683 | 1,871 |
| EPS (最新摊薄) | 1.78 | 1.80 | 2.03 | 2.27 |

主要财务比率

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 9.98% | 5.50% | 9.80% | 11.92% |
| 营业利润 | 21.42% | 3.09% | 13.10% | 12.07% |
| 归属母公司净利润 | 20.89% | 2.70% | 12.86% | 12.15% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 31.75% | 30.66% | 32.11% | 33.77% |
| 净利率 | 16.13% | 15.70% | 16.14% | 16.17% |
| ROE | 23.56% | 21.34% | 21.42% | 21.57% |
| ROIC | 20.96% | 19.03% | 19.96% | 20.03% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 47.36% | 42.89% | 41.12% | 38.80% |
| 净负债比率 | 4.91% | 5.18% | 0.02% | 0.02% |
| 流动比率 | 1.51 | 1.66 | 1.79 | 1.98 |
| 速动比率 | 0.79 | 0.90 | 0.98 | 1.10 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.75 | 0.75 | 0.77 | 0.80 |
| 应收账款周转率 | 8.71 | 8.76 | 8.79 | 8.89 |
| 应付账款周转率 | 8.63 | 9.12 | 9.00 | 8.97 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.78 | 1.80 | 2.03 | 2.27 |
| 每股经营现金 | 0.46 | 1.63 | 2.17 | 1.89 |
| 每股净资产 | 7.88 | 8.95 | 9.97 | 11.10 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 8.92 | 8.84 | 7.83 | 6.99 |
| P/B | 2.02 | 1.77 | 1.59 | 1.43 |
| EV/EBITDA | 7.65 | 4.90 | 4.10 | 3.50 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>