

锡装股份(001332)

报告日期: 2025年09月22日

国内金属压力容器领军者，受益可控核聚变产业趋势

——锡装股份深度报告

投资要点

- **国内金属压力容器领军者，产品品类与下游应用拓展打开成长空间**
 - 1) 公司为金属压力容器龙头企业，2019-2024 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 15%、9%。
 - 2) 股权激励彰显发展信心：2024 年公司公告股票激励计划，拟授予 250 万股(占当时总股本 2.31%)，业绩考核利润增长率以 2023 年为基础，2024、2025、2026 年不低于 15%、30%、45%。
- **金属压力容器：预计 2026 年全球压力容器市场规模超万亿人民币**
 - 1) 市场空间：预计 2026 年全球压力容器市场规模将达到 2138 亿美元，2020-2026 年 CAGR 为 5%，受益于能源、化工领域的投资增长。
 - 2) 竞争格局：我国压力设备行业较为分散，CR5 低于 15%；第一梯队为森松国际、兰石重装等行业龙头。
 - 3) 行业趋势：大型化、高效化、节能化。随着石油炼化及化工企业大型化、装置规模化发展和炼化一体化产业升级，金属压力容器市场呈现出高效节能化、大型装置一体化的发展趋势。
- **锡装股份：立足石油炼化等传统领域，受益于石油、化工 Capex 增长**
 - 1) 传统业务领域为基石：石油炼化、化工等。从下游应用来看，中国压力设备主要应用于石油及天然气行业、化工行业，占比分别约为 37%、21%。
 - 2) 石油炼化领域：据 OPEC 预测，全球石油需求 2024-2030 年 CAGR 约为 1.5%，石油公司资本开支持续增加，9 家石油龙头企业 2020-2024 年资本性支出 CAGR 为 9%。
 - 3) 基础化工领域：预计 2027 年中国化工压力容器装备市场规模将增加到 2016 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 12%。
 - 4) 公司：2024 年石油石化、基础化工营收占比分别为 62%、27%；公司为中国石油、中国石化、中国海油等头部企业合格供应商，并与壳牌石油、埃克森美孚、BP、巴斯夫等国际巨头建立合作。
- **锡装股份：新兴业务有望高增，聚焦核电、船舶及海洋工程等领域**
 - 1) 核工业装备下游需求旺盛，公司项目经验丰富。
市场空间：预计 2023-2035 年核电装机规模 CAGR 约为 8.4%。
公司拥有民用核安全制造许可证（核安全 2、3 级），核电相关产品在红沿河核电站、防城港核电站、阳江核电站、福清核电站、漳州核电站、巴西安哥拉核电站和英国欣克利角核电站等有应用，项目经验丰富；
 - 2) 高技术船舶及海洋工程行业景气度高，公司获海外资质认证。
2024 年全球海洋工程装备成交额 272 亿美元，同比增长 85%。公司已掌握了液化气船再液化模块制造的核心技术，并取得了挪威及德国 DNV·GL、法国 BV 和英国 LR 等国际著名船级社的企业资质认证。
- **出口：2024 年公司海外业务约 3.4 亿，占比约 22%**
 - 1) 2022-2024 年，公司外销收入 CAGR 约 44%、占比提升至 22%。
 - 2) 国内外产品资质齐全，海外市场持续拓展。公司已获取 ASME 的“U”、“U2”和“S”钢印证书、NBBI 的“R”和“NB”钢印证书和 ABS QE 的相关认证等。主要出口地区为欧洲、美国、新加坡及韩国。
- **盈利预测与估值**

投资评级：买入(首次)

分析师：邱世梁
执业证书号：S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：周向昉
执业证书号：S1230524090014
zhouxiangfang@stocke.com.cn

研究助理：李晗玥
lihanyue@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 52.54
总市值(百万元)	5,805.14
总股本(百万股)	110.49

股票走势图



相关报告

我们预测公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 2.5、3.1、3.5 亿元，2024-2027 年 CAGR 为 11%，对应 PE 分别为 23、19、16X。公司深耕高端压力容器领域，产品品类与下游应用拓展打开成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济波动风险、境外市场环境变化风险、市场竞争加剧风险

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1533.74	1367.66	1504.43	1654.87
(+/-)(%)	22.85%	-10.83%	10.00%	10.00%
归母净利润	255.16	248.42	310.60	352.89
(+/-)(%)	54.64%	-2.64%	25.03%	13.62%
每股收益(元)	2.32	2.25	2.81	3.19
P/E	22.65	23.37	18.69	16.45
ROE	10.69%	9.46%	10.58%	10.73%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 我们预测公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 2.5、3.1、3.5 亿元，2024-2027 年 CAGR 为 11%。
- 2) 2025-2027 年对应 PE 分别为 23、19、16X。
- 3) 公司深耕高端压力容器领域，产品品类与下游应用拓展打开成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 高端压力容器需求持续增长：假设下游石油炼化、化工、核电、海工等行业的结构升级和安全、环保标准提升，将持续带动高端非标压力容器的需求增长。公司作为国内高端压力容器领军者，能够持续获得优质订单。
- 2) 新兴领域布局带来中长期成长弹性：假设公司在核电、船舶等新兴领域的技术储备和市场开拓取得突破，超高压容器资质获批后，能够切入更多高成长赛道，打开新的业绩增长空间

● 我们与市场的观点的差异

市场普遍关注公司传统主业（石油化工、基础化工）订单稳定性，对新兴领域贡献持关注度低。我们认为公司新兴领域（核电、船舶等）布局已进入实质推进阶段，未来有望成为业绩新引擎。

● 股价上涨的催化因素

新兴领域订单落地。

● 风险提示

宏观经济波动风险、境外市场环境变化风险、市场竞争加剧风险。

正文目录

1 深耕金属压力容器领域 40 年，全球化布局打开成长天花板	6
1.1 国内金属压力容器领军者，营收利润稳定增长	6
1.2 定位高端市场，产品品类与下游应用持续拓展打开成长空间	10
1.3 推出员工股权激励计划，激发员工积极性	11
2 压力容器：万亿级别市场，稳健增长	12
3 锡装股份：传统业务为基石，拓展新兴装备市场	15
3.1 石油化工行业受益于全球石油需求增长，公司为头部企业供应商	15
3.2 化工行业下游需求有望保持增长，公司深耕行业多年	16
3.3 核工业装备下游需求旺盛，公司项目经验丰富	17
3.4 高技术船舶及海洋工程行业景气度高，公司获顶级资质认证	19
4 出口：加大海外市场开拓力度，外销收入有望保持高增	20
5 盈利预测与投资建议	23
5.1 业务拆分与盈利预测	23
5.2 估值分析与投资建议	23
6 风险提示	24

图表目录

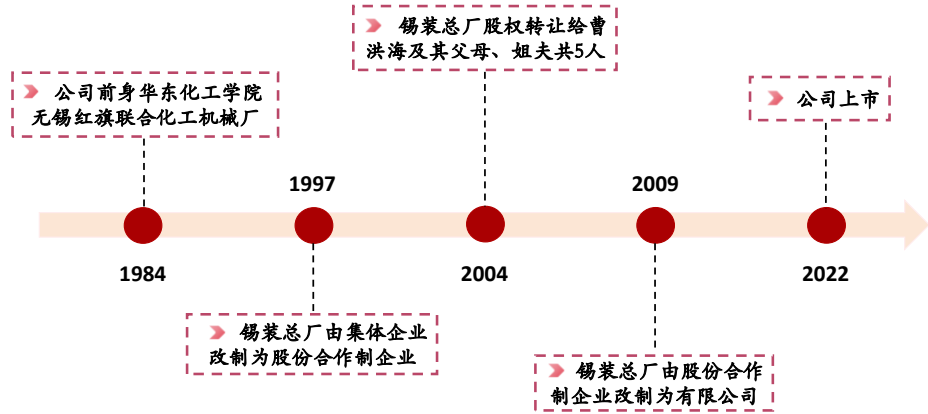
图 1: 公司前身华东化工学院无锡红旗联合化工机械厂成立于 1984 年, 深耕金属压力容器领域 40 年	6
图 2: 公司实控人曹洪海持有公司 58% 股份, 股权结构集中	6
图 3: 公司下游行业以炼油及石油化工、基础化工等为主	9
图 4: 2019-2024 年, 公司营业收入 CAGR 为 15%	9
图 5: 2019-2024 年, 公司归母净利润 CAGR 为 9%	9
图 6: 2019-2024 年, 公司利润率先下降后上升	9
图 7: 2019-2024 年, 公司平均期间费用率为 9%	9
图 8: 公司下游多为行业内龙头企业, 形成了良好的品牌效应	10
图 9: 2019-2024 年, 公司平均研发费用率为 3%	11
图 10: 按照工艺过程作用分类, 压力容器分为反应容器、换热容器、储存容器、分离容器	12
图 11: 中国压力容器市场中换热器占比达 81%, 其中高通量换热器占比不足 1%	12
图 12: 2002-2024 年, 我国压力容器保有量 CAGR 为 7%	13
图 13: 2003-2018 年, 我国大陆地区 ASME 持证厂商数量持续增长	13
图 14: 2024 年, 我国压力容器行业 CR5 低于 15%	14
图 15: 压力容器下游应用于石油、化工、核电、太阳能、航空航天、海洋工程等领域	14
图 16: 2023 年, 油气、化工行业为压力容器行业最大的下游, 合计占比 58%	15
图 17: 预计到 2030 年, 全球炼油产能仍将增加 420 万桶/日	15
图 18: 预计到 2030 年, 全球炼油产能仍将增加 420 万桶/日	16
图 19: 2020-2024 年代表性石油公司资本性支出 CAGR 为 9%	16
图 20: 预计 2022-2027 年中国化工压力容器装备市场规模 CAGR 为 12%	17
图 21: 2024 年化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额保持同比增长	17
图 22: 我国核电技术经历“追赶-模仿-引领”阶段(单位:台)	18
图 23: 2025 年核电装机规模有望加速(单位:%)	18
图 24: SMART 系统由蒸汽排放管线、压载水舱、压载水管线、热交换器、过滤排放系统组成,	19
图 25: 2022-2024 年全球造船市场高度景气。	19
图 26: 全球钻井平台利用率	20
图 27: 全球钻井平台平均日租金	20
图 28: 1t/hLNG 船用混合工质型再液化装置	20
图 29: 2019-2024 年, 压力容器出口金额 CAGR 为 16%	21
图 30: 2022-2024 年, 公司外销占比持续提升	21
图 31: 公司主要出口地区为欧洲、美国、新加坡及韩国	22
表 1: 公司高管在公司任职时间平均超过 20 年	7
表 2: 2024 年公司换热容器、分离容器、反应容器、储存容器营业收入占比分别为 79%、9%、2%、9%	8
表 3: 激励计划授予的限制性股票解除限售需满足公司层面业绩考核	11
表 4: 公司业务拆分与盈利预测	23
表 5: 剔除极值蓝科高新后, 可比公司 2025 年平均 PE 为 28X	24
表附录: 三大报表预测值	25

1 深耕金属压力容器领域 40 年，全球化布局打开成长天花板

1.1 国内金属压力容器领军者，营收利润稳定增长

深耕金属压力容器领域 40 年，以“高端产品，高端市场”作为发展定位。公司前身华东化工学院无锡红旗联合化工机械厂成立于 1984 年，成立至今一直从事金属压力容器相关业务，2022 年完成上市。

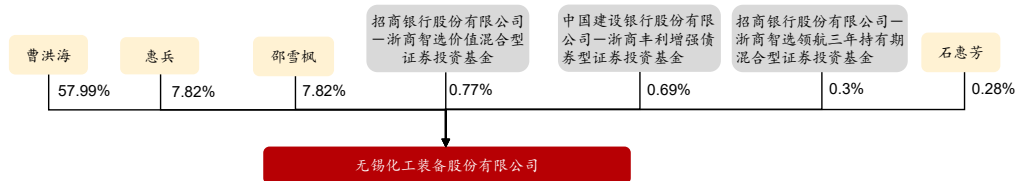
图1：公司前身华东化工学院无锡红旗联合化工机械厂成立于 1984 年，深耕金属压力容器领域 40 年



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

公司实控人曹洪海持有公司 58% 股份，股权结构集中。公司第一大股东曹洪海为公司实控人、董事长、总经理，第二大股东邵雪枫、第三大股东惠兵均为曹洪海的姐夫，三人不属于一致行动人，合计持股 74%。

图2：公司实控人曹洪海持有公司 58% 股份，股权结构集中



资料来源：Wind，浙商证券研究所（截至 2025 年半年报）

公司高管在公司任职时间平均超过 20 年，稳定性强。截至 2024 年，公司管理层共 13 人。

表1: 公司高管在公司任职时间平均超过 20 年

姓名	职务	主要工作经历
曹洪海	董事长、总经理	现任公司董事长、总经理。1977 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。2004 年 1 月加入公司，历任公司总经理、执行董事、董事长；2009 年 3 月至今任无锡爱德旺斯科技有限公司董事；2020 年 11 月至今任无锡晟朗微电子技术有限公司董事长；2022 年 2 月至今任无锡零碳环境管理有限公司董事；2023 年 9 月至今任无锡鸿晟泰产业投资有限公司执行董事；2023 年 11 月至今任无锡鸿领氢能科技有限公司执行董事；2014 年 10 月至今任公司董事长、总经理。
邵雪枫	董事、副总经理	现任公司董事、副总经理。1971 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，高中学历。1992 年加入本公司，历任公司副厂长、副总经理、董事；2014 年 10 月至今任公司董事、副总经理。
惠兵	董事、副总经理	现任公司董事、副总经理。1970 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，高中学历。1992 年加入本公司，历任公司副厂长、副总经理、董事；2023 年 9 月至今任无锡鸿晟泰产业投资有限公司监事；2023 年 11 月至今任无锡鸿领氢能科技有限公司监事；2014 年 10 月至今任公司董事、副总经理。
张云龙	董事	现任公司董事。1991 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，会计学专业。2013 年至 2015 年在无锡市滨湖区华庄街道办事处财政所工作；2015 年至今任公司总经理助理；2022 年 12 月 28 日至今任公司董事。
冯晓鸣	独立董事	现任公司独立董事。1975 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。历任无锡松下冷机压缩机有限公司成本会计；洋马农机(中国)有限公司经营企划系长；恩欧凯(无锡)防振技术有限公司管理部课长、副部长、部长；住化电子材料科技(无锡)有限公司采购物流课课长；无锡和通货运代理有限公司总经理；江苏开炫律师事务所律师；北京大成(无锡)律师事务所律师、合伙人；江苏金易律师事务所律师、合伙人。2021 年 5 月至今任江苏法德东恒(无锡)律师事务所律师、合伙人。2020 年 10 月至今任公司独立董事。
陈立虎	独立董事	现任公司独立董事。1954 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士。历任南京大学讲师、副教授；深圳法制研究所副研究员；苏州大学法学院教授、博士生导师。现任罗博特科智能科技股份有限公司、金陵饭店股份有限公司的独立董事。2020 年 10 月至今任公司独立董事。
孙新卫	独立董事	现任公司独立董事。1966 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，专科学历，中国注册会计师、资产评估师。历任江苏公证天业会计师事务所高级经理、合伙人；远程电缆股份有限公司董事会秘书、副总经理。2016 年至今在无锡国经投资管理有限公司工作，公司合伙人，主要从事私募基金的投资管理。现任无锡奥特维科技股份有限公司、无锡派克新材料科技股份有限公司独立董事。2020 年 10 月至今任公司独立董事。
黄海雄	监事会主席	现任公司监事会主席。1974 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，工程师，具备核电 LT/VTII 级资格(泄漏试验和目视检验二级资格)。1993 年 7 月加入本公司，历任车间技术员、技术科副科长、不锈钢车间副主任、质检科科长；2009 年 1 月至今任本公司质量部部长。2014 年 10 月至今任公司监事会主席、质量部部长、质保工程师。
沈丽华	监事	现任公司监事。1960 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历，工程师。1984 年加入本公司，历任生产科科长、采购部部长。2014 年 10 月至今任公司监事。
黄伟裕	职工代表监事	现任公司职工代表监事。1969 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，高中学历。1992 年加入本公司，历任销售经理、销售部副部长。2014 年 10 月至今任公司职工代表监事、销售部副部长。
徐高尚	财务总监、董事会秘书	现任公司财务总监、董事会秘书。1972 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士，中国注册会计师、注册税务师。1994 年 8 月至 1997 年 12 月任无锡华夏建设经营发展总公司会计；1998 年 1 月至 2012 年 4 月历任江苏公证天业会计师事务所审计助理、项目经理、高级经理。2012 年 5 月至今任公司财务总监，2014 年 10 月至今兼任公司董事会秘书。
于之茵	副总经理	现任公司副总经理。1978 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2000 年 8 月至 2002 年 9 月任上海益普索咨询有限公司经理助理。2004 年 1 月至今任公司副总经理。
顾松鹤	副总经理	现任公司副总经理。1976 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，中专学历，工程师。1997 年至 2004 年任公司车间主任、销售经理；2004 年至 2008 年任公司生产部长。2008 年 9 月至今任公司副总经理。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司已形成四大产品系列。2024 年公司换热容器、分离容器、反应容器、储存容器营业收入占比分别为 79%、9%、2%、9%。

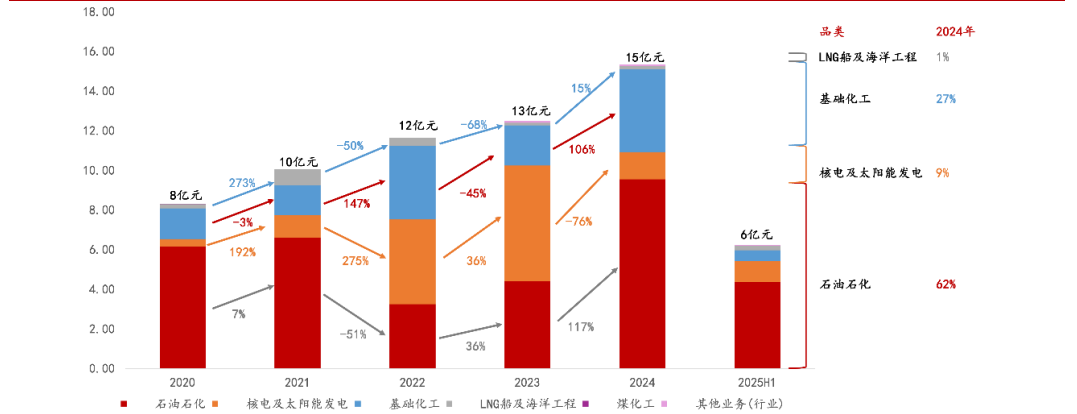
表2: 2024 年公司换热容器、分离容器、反应容器、储存容器营业收入占比分别为 79%、9%、2%、9%

产品类型	内容	示意图
换热压力容器 (79%)	换热压力容器又称热交换器，是一种将不同温度的流体进行热量交换的装备，广泛应用于石油、化工、电力、太阳能、核能、航空航天、海洋工程以及环保等领域。	 
分离压力容器 (9%)	分离压力容器是一种现代工业中用于平衡缓冲介质流体压力和实现物质净化分离的装备，同时还具有蒸馏、提纯、吸收和精馏等功能，广泛用于石油、化工以及海洋工程等行业。	 
反应压力容器 (2%)	反应压力容器是一种实现液液、气液、液固、气液固等多种不同物质反应过程的装备，广泛应用于石油、化工以及冶金等领域。	 
储存压力容器 (9%)	储存压力容器是一种用于储存或盛装气体、液体和液化气体等介质的装备，主要用于存放酸、碱等腐蚀性介质及其提炼出的化学物质，用于保持介质压力的稳定，是石油、化工、冶金以及军工等行业必不可少的设备。	 

资料来源：公司公告，招股说明书，浙商证券研究所（营收占比数据截至 2024 年年报）

公司下游行业以炼油及石油化工、基础化工等为主，2024 年公司石油、基础化工、太阳能、船舶及海洋工程、核电营业收入占比分别为 62%、27%、9%、1%、1%。2017-2021 年，受下游市场增长影响，公司收入结构中石化行业占比较高。2022-2023 年，公司在光伏领域陆续获得大额订单并贡献收入，2023 年光伏行业收入占比达 46%。2024 年，光伏行业收入大幅下降，石化行业贡献主要营收，同时高端产品占比提升，外销收入也同比增长 93%，毛利率明显改善。

图3: 公司下游行业以炼油及石油化工、基础化工等为主

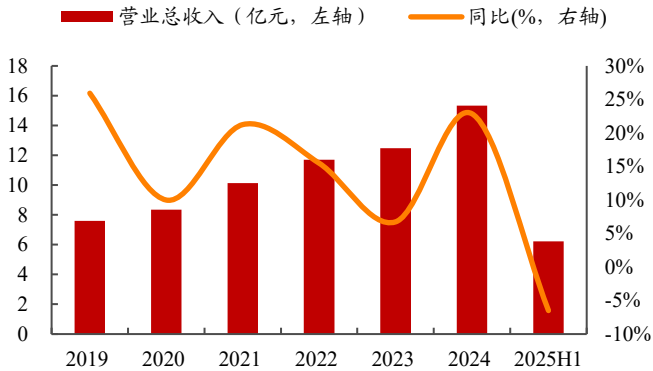


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

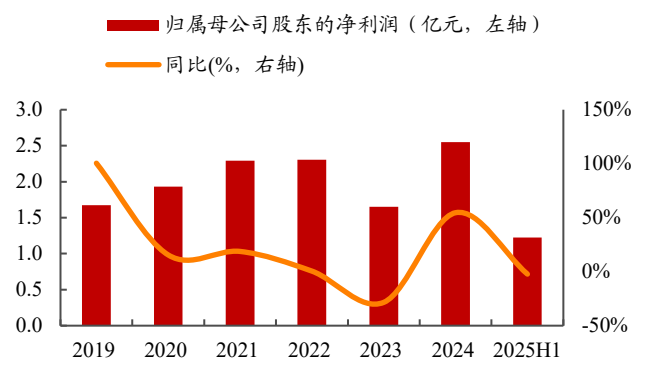
2019-2024年, 公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 15%、9%。公司依靠拓展下游熨平各业务收入波动, 保持稳定增长; 盈利能力方面, 公司利润率于 2023 年触底。2023 年公司毛利率达到低点 23%, 主要系当年光伏行业收入占比达 46%, 该领域市场竞争激烈, 毛利率较低; 2024 年, 光伏行业收入大幅下降, 石化行业贡献主要营收, 同时高端产品占比提升, 毛利率明显改善。

图4: 2019-2024 年, 公司营业收入 CAGR 为 15%

图5: 2019-2024 年, 公司归母净利润 CAGR 为 9%



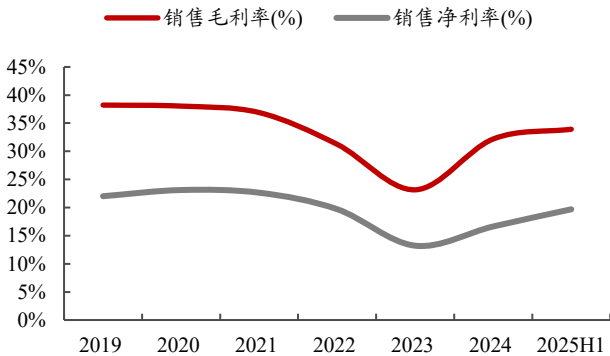
资料来源: Wind, 浙商证券研究所



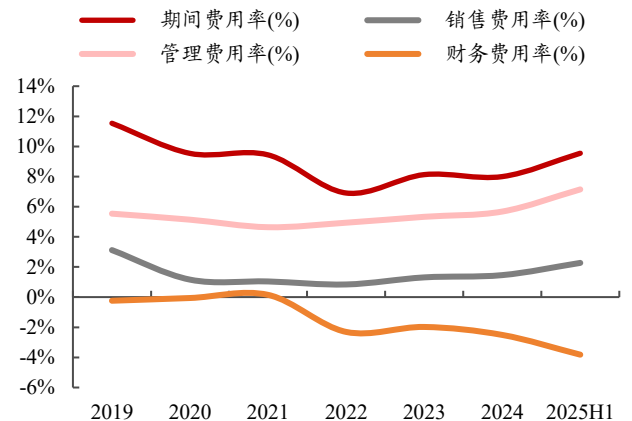
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 2019-2024 年, 公司利润率先下降后上升

图7: 2019-2024 年, 公司平均期间费用率为 9%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.2 定位高端市场，产品品类与下游应用持续拓展打开成长空间

产品从传统换热压力容器，延伸至高通量换热器、高冷凝换热器、降膜蒸发器等高效换热器，满足下游装置大型化、高效化、节能化需求。自主生产的高通量换热管，管内或管外表面附有极薄的多孔层，显著增强沸腾传热系数，传热效率大幅提升，换热系数可达普通换热管的3倍以上，能够有效减小换热器体积和重量，降低运行成本和能耗，同时节省管道、控制、基础和空间。高通量换热器的核心在于高通量管的烧结工艺和材料配比，具备较高技术门槛，公司研制的烧结型高通量换热管打破了海外产品在该领域的垄断地位，高效节能降膜式蒸发器的质量与技术指标均已媲美海外同系列高端进口产品。2019-2021年，高通量换热器及其相关产品销售规模占公司主营业务收入的比重为15.89%、16.18%和19.65%，该产品毛利率较高，铁基高通量换热产品毛利率分别为47%、48%、46%。

应用场景拓展，由炼油、石化、基础化工等传统领域，积极拓展至核电、太阳能、高技术船舶、海洋工程等新兴领域，提升抗周期能力和成长空间。炼油及石油化工、基础化工等是公司长期深耕的主力市场，产品在大型乙烯、芳烃、乙二醇、丙烷脱氢（PDH）、EO/EG、煤制乙二醇、MTO、DMC等装置中为关键设备；积极拓展高技术船舶及海洋工程、核电、太阳能等新兴领域。2024年，公司完成多个里程碑意义的重点项目：首次与韩国三星工程合作，陆续向壳牌交付了经DOSH认证的42台压力容器和43台换热器；顺利完成英国欣克利角（HPC）核电项目RCV容器产品交付，并再度承接塞兹维尔C核电项目（SizewellC）此产品订单。国内鲜少有企业能向该等项目供应核级压力容器；陆续向“巴斯夫湛江一体化项目（BIG）”交付了EO/EG装置高通量换热器产品，这是巴斯夫首次将EO/EG装置的高通量换热器的设计制造整体授予国内企业。公司高效冷凝管换热器产品也被选用于该项目的乙烯装置上。

客户多为行业内龙头企业，形成了良好的品牌效应。公司下游客户包括中石化、中石油、中海油、中化集团、中核、中广核、壳牌、埃克森美孚、英国石油、加拿大森科能源、巴斯夫、博莱克威奇、塞班、霍尼韦尔、法蒂森克虏伯、福陆、日辉、德希尼马通、瓦锡兰、布干代田等企业。

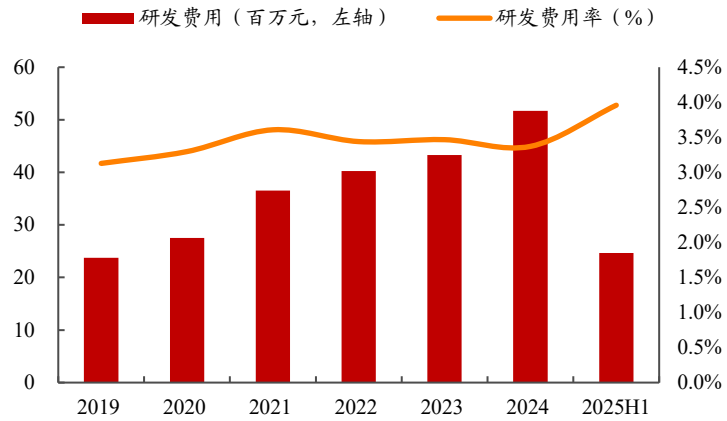
图8：公司下游多为行业内龙头企业，形成了良好的品牌效应



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

研发投入持续增长，维持产品竞争力。金属压力容器多数为非标准化产品，在生产之前需要根据客户实际需求情况设计定制，因此，对于该行业企业的研发设计能力有很高的要求。公司研发投入持续增长，截至2024年，公司研发人员118人，公司拥有12项发明专利、61项实用新型专利、1项独占许可发明专利以及2项软件著作权。

图9: 2019-2024年, 公司平均研发费用率为3%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

产能瓶颈突破, 新建产能逐步释放。公司原有产能1.7万吨, 产能利用率较高; 新建成的“年产12,000吨高效换热器生产建设项目”于2024年12月开始正式投入使用, 产能逐步释放。

1.3 推出员工股权激励计划, 激发员工积极性

2024年公司推出限制性股票激励计划, 激发员工积极性。拟授予250万股(占当时总股本2.31%), 首次授予200万股, 对象共31人, 包括公司董事、高级管理人员及核心骨干员工; 解除限售需满足公司层面业绩考核(归母净利润或扣非归母净利润增长率满足一项), 以2023年业绩为基准, 2024-2026年归母净利润增长率分别不低于15%、30%、45%; 2024-2026年扣非归母净利润增长率不低于15%、30%、45%。

表3: 激励计划授予的限制性股票解除限售需满足公司层面业绩考核

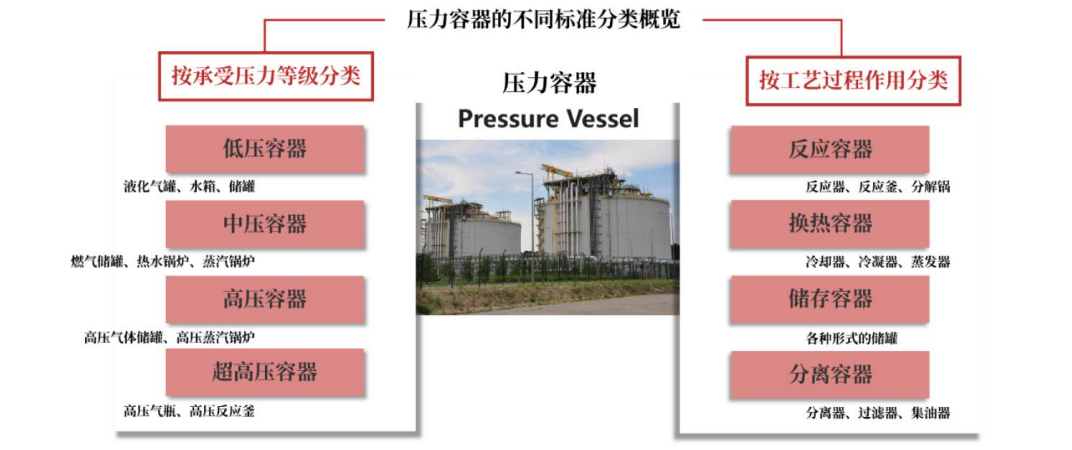
解除限售期相关情况	业绩考核目标
首次授予的限制性股票及在公司2024年9月30日前授予的预留限制性股票	第一个解除限售期 公司需满足下列两个条件之一: 1、以2023年归母净利润为基数, 2024年归母净利润增长率不低于15%; 2、以2023年扣非归母净利润为基数, 2024年扣非归母净利润增长率不低于15%
	第二个解除限售期 公司需满足下列两个条件之一: 1、以2023年归母净利润为基数, 2025年归母净利润增长率不低于30%; 2、以2023年扣非归母净利润为基数, 2025年扣非归母净利润增长率不低于30%
	第三个解除限售期 公司需满足下列两个条件之一: 1、以2023年归母净利润为基数, 2026年归母净利润增长率不低于45%; 2、以2023年扣非归母净利润为基数, 2026年扣非归母净利润增长率不低于45%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2 压力容器：万亿级别市场，稳健增长

压力容器是指一个专门设计能承受一定压力载荷，以盛装气体或液体的密闭容器，材质包括金属及非金属材料。按照工艺过程作用分类，压力容器分为反应容器、换热容器、储存容器、分离容器。

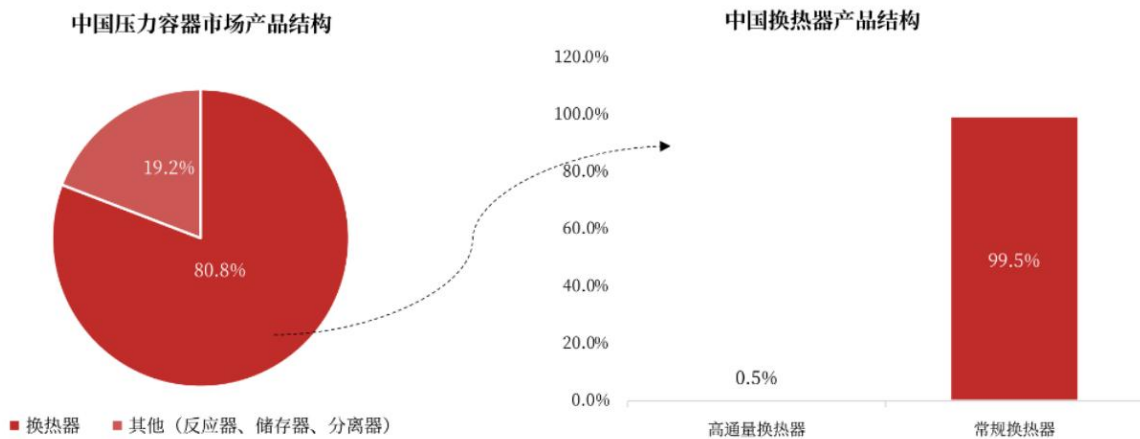
图10：按照工艺过程作用分类，压力容器分为反应容器、换热容器、储存容器、分离容器



资料来源：大象研究院，浙商证券研究所

压力容器产品结构中，换热器约占81%市场规模。换热器广泛应用于化工、石油、动力和原子能等工业部门，2022年我国换热器市场规模达到1,779亿元，规模占压力容器行业的80.8%。根据沸腾传热系数，换热压力容器分为高通量换热器和常规换热器，前者具有高散热系数，低面积数值，反堵塞能力优秀的优点。目前，中国压力容器市场以常规换热器为主，市场规模为1,770.3亿元，规模占比为99.5%，高通量换热器发展缓慢，市场规模约为8.7亿元，占比仅为0.5%。

图11：中国压力容器市场中换热器占比达81%，其中高通量换热器占比不足1%

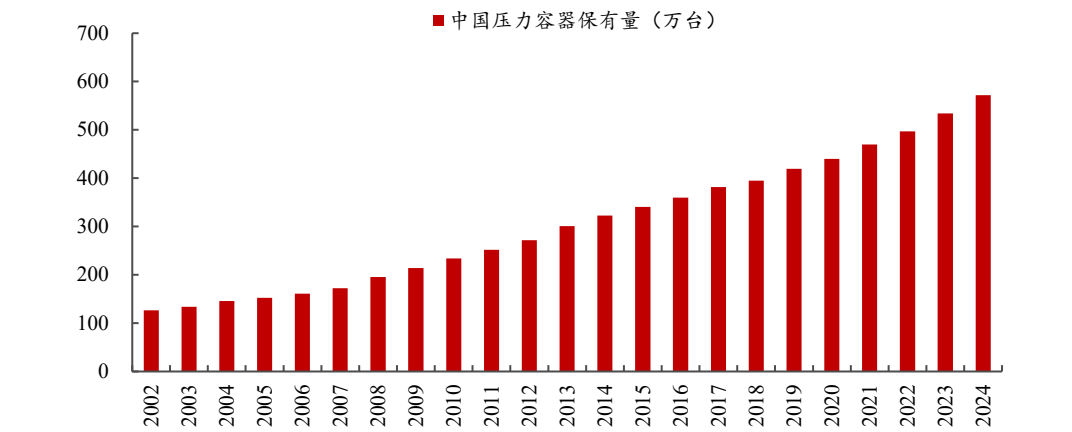


资料来源：大象研究院，浙商证券研究所

下游装备需求呈现大型化、高效化、节能化趋势，新建项目或装置改造带来市场需求。近年来，金属压力容器的下游需求行业中石油炼化及化工企业大型化和装置规模化发展，使产业集中度进一步提高，以炼化一体化模式进行产业升级，新建项目或装置改造带来市场需求，同时在双碳背景下，我国将进一步加快构建清洁低碳、安全高效的能源体系建设，新能源产业发展迅速，各类装备需求也较大。金属压力容器市场需求主要呈现出高效节能化、大型装置一体化的发展趋势，并快速发展到新能源领域。

受益于能源、化工领域的投资增长，全球压力容器市场规模预计 2026 年将达到 2138 亿美元，超万亿元人民币。金属压力容器下游主要包括炼油及石油化工、基础化工、核电与太阳能发电、高技术船舶与海洋工程等领域。据 GIA，2020 年全球压力容器市场规模约为 1589 亿美元，预计到 2026 年将达到 2138 亿美元，2020-2026 年 CAGR 约为 5%。中国压力容器市场规模逐年上涨。随着石油化工、新能源、环保等下游应用领域的增多，我国压力容器行业市场规模逐年上升，其在国民经济中的重要性持续增强。据观研天下，2021 年我国压力容器行业市场规模达到 2073 亿元；据 GIA，2026 年中国压力容器市场规模预计将达到 383 亿美元。

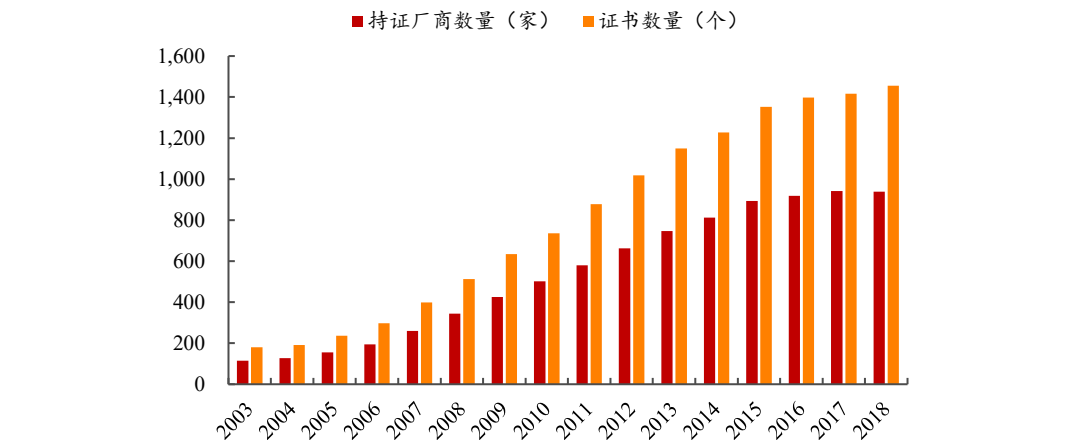
图12： 2002-2024 年，我国压力容器保有量 CAGR 为 7%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

竞争格局方面，我国金属压力容器集中度较低，竞争主要集中在中低端市场，高端市场参与者较少。中国压力容器制造业行业集中度较低、市场化程度较高。从全球 ASME 持证厂商分布情况来看，近年来我国持证厂商数量大幅提升，由 2003 年的 115 家上升至 2018 年的 939 家，行业整体竞争随着持证厂商数量大幅增加也日趋加剧；竞争主要集中在中低端市场，现阶段具备国际竞争力、能将高质量的产品销往海外优质客户的国内企业依旧较少，其主要的原因在于我国金属压力容器制造企业的自主创新能力整体偏弱，关键核心技术与高端装备对外依存度较高，缺乏世界知名品牌等问题仍然存在。

图13： 2003-2018 年，我国大陆地区 ASME 持证厂商数量持续增长

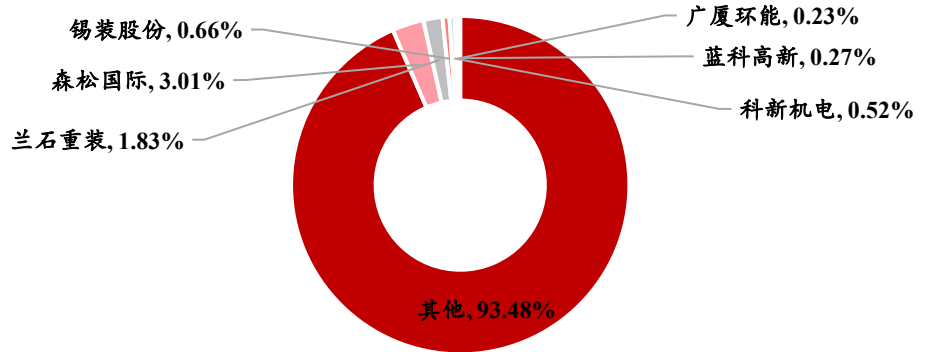


资料来源：CACI，观研天下，压力容器圈，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

从市场集中度来看，目前我国压力容器行业 CR5 低于 15%。由于压力容器下游市场广阔、产品种类众多，不同产品对应不同的工艺流程，甚至同一种产品往往也有多种工艺流程，而每种工艺流程对压力容器的性能、结构也有着不同的要求，特征导致我国压力容

器行业市场参与者众多、行业竞争较为分散。当前国内压力容器行业基本形成了三个梯队的行业竞争格局：第一梯队是以森松国际、兰石重装、中圣科技为代表的营收规模领先的行业龙头企业；第二梯队以营收规模较大的上市公司为主，该等企业在国内具有较高知名度、产品种类丰富且质量稳定或在特定产品领域拥有较强竞争力，包括科新机电、宝色股份、锡装股份、蓝科高新、广厦环能、无锡鼎邦等；第三梯队是其余数量众多的中小企业，规模相对较小，技术实力有限，整体竞争力相对较弱，一般服务于特定客户或者特定区域。

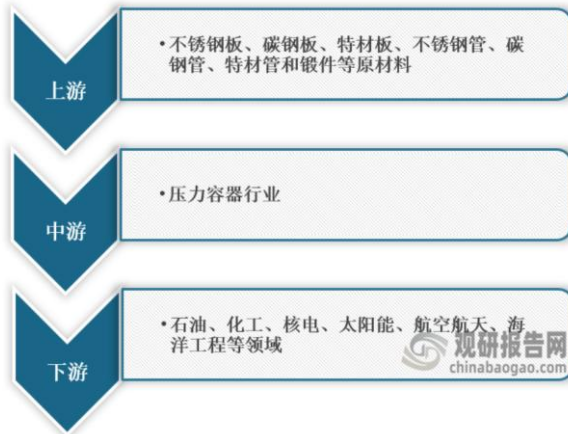
图14： 2024年，我国压力容器行业 CR5 低于 15%



资料来源：观研天下，浙商证券研究所

压力容器行业上游主要是不锈钢板、碳钢板、特材板、不锈钢管、碳钢管、特材管和锻件等原材料，下游应用于石油、化工、核电、太阳能、航空航天、海洋工程等领域。

图15： 压力容器下游应用于石油、化工、核电、太阳能、航空航天、海洋工程等领域



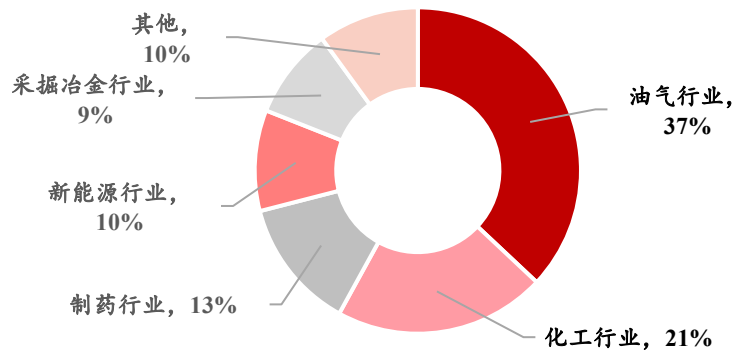
资料来源：观研天下，浙商证券研究所

3 锡装股份：传统业务为基石，拓展新兴装备市场

3.1 石油化工行业受益于全球石油需求增长，公司为头部企业供应商

据普华有策，油气、化工行业为压力容器行业最大的下游，占比分别为 37%、21%。预计随全球石油需求稳步增长、化工行业升级及新增项目建设，油气、化工压力容器需求将稳步增长。

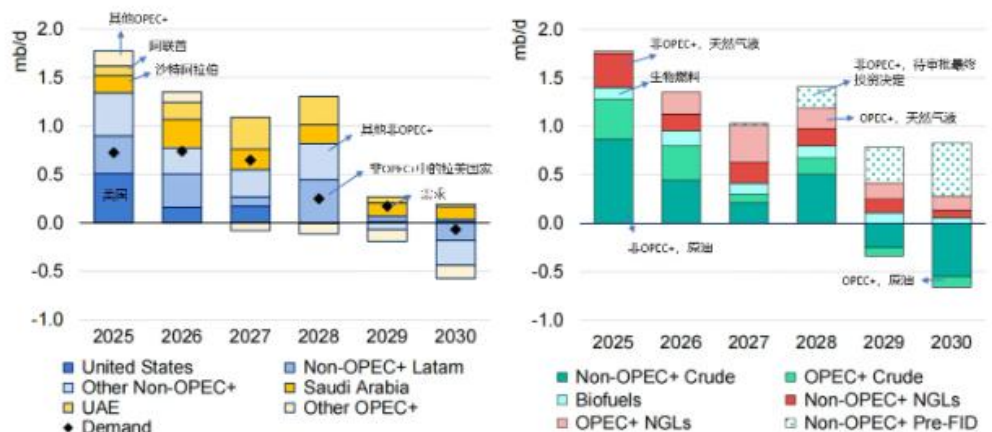
图16：2023年，油气、化工行业为压力容器行业最大的下游，合计占比58%



资料来源：中国一重公告，普华有策，浙商证券研究所

全球石油需求稳步增长，据 OPEC 预测，全球石油需求 2024-2030 年 CAGR 约为 1.5%。据 IEA 预测，2024-2030 年，全球石油需求预计将增加 250 万桶/日，到 2030 年石油需求将达到约 1.055 亿桶/日的稳定水平。与此同时，同期全球石油产能预计将增加超 500 万桶/日，达到 1.147 亿桶/日。随着运输和发电行业继续向其他燃料多样化转型，从 2026 年开始，石化业将成为全球石油需求增长的主要行业。

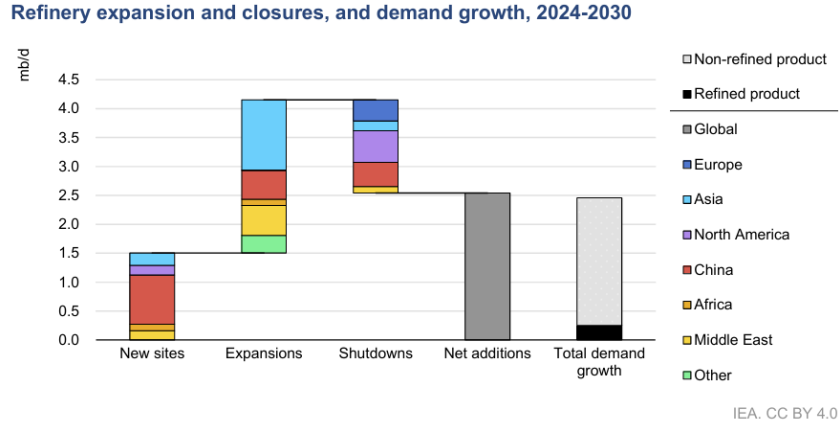
图17：预计到2030年，全球炼油产能仍将增加420万桶/日



资料来源：国际化研究，IEA，浙商证券研究所

炼油及石化设备制造业快速发展。预计到 2030 年，全球炼油产能仍将增加 420 万桶/日，主要来自中国、印度等亚洲国家，其规模将超过欧美地区关停的产能。由于净增产能超过需求增量，部分地区炼厂将降低开工率或加快产能关停速度，而这也推动全球炼油行业的结构性重塑。

图18: 预计到2030年,全球炼油产能仍将增加420万桶/日

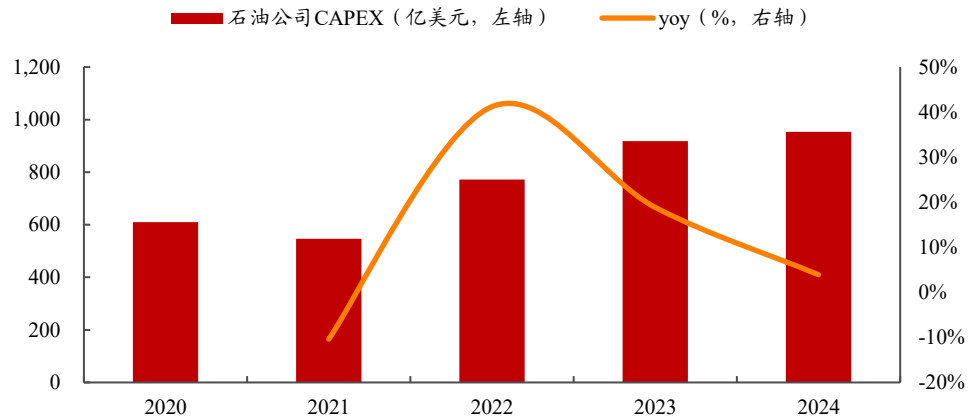


Note: Refined product demand net of CTL/GTL, additives, biofuels, NGLs and direct use of crude.

资料来源: IEA, 浙商证券研究所

石油公司资本开支增加。以9家石油巨头上市公司康菲石油、埃克森美孚、雪佛龙、英国石油、道达尔能源、哈利伯顿、贝克休斯、马拉松石油、西方石油为例,其2020-2024年资本性支出CAGR为9%。

图19: 2020-2024年代表性石油公司资本性支出CAGR为9%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

在石油化工领域,压力容器广泛应用于加氢反应器、裂解气急冷塔、烯烃分离塔和液化气储罐等关键设备中,是石油化工连续化、大型化生产体系中的重要支撑。公司为中国石油、中国石化、中国海油等头部企业合格供应商,是壳牌石油在金属压力容器领域的战略供应商,并与埃克森美孚、BP、巴斯夫等国际巨头建立合作。

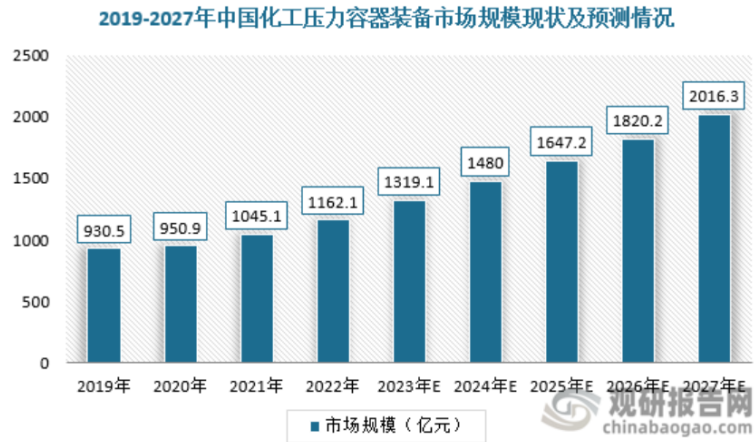
炼油与石油化工是公司的传统优势领域,受益于行业内下游客户需求增加以及大型炼油项目的开工建设,需求稳步增长。公司已取得七大石化基地多个炼化项目(恒逸一期、恒力石化、中科炼化和浙石化一期/二期、古雷炼化等)的相关压力容器采购订单;国际石油化工巨头也在积极布局,2018年9月,美国最大的石油公司埃克森美孚宣布将出资100亿美元,在广东建设大型独资石化项目,公司系巴斯夫(BASF)和埃克森美孚(ExxonMobil)的合格供应商。

3.2 化工行业下游需求有望保持增长,公司深耕行业多年

随着中国化工行业发展,中国化工压力容器市场规模稳步提升。在传统化工中,压力容器是保障高温高压工艺顺利进行的核⼼设备,在提升生产效率、确保过程安全、稳定产品质量方面具有不可替代的作用,并需满足严格的设计、制造和运行标准。据观研天下,

2022年，中国化工压力容器装备市场规模增长到1162亿元，预计2027年市场规模将增加到2016.3亿元，2022-2027年CAGR为12%。

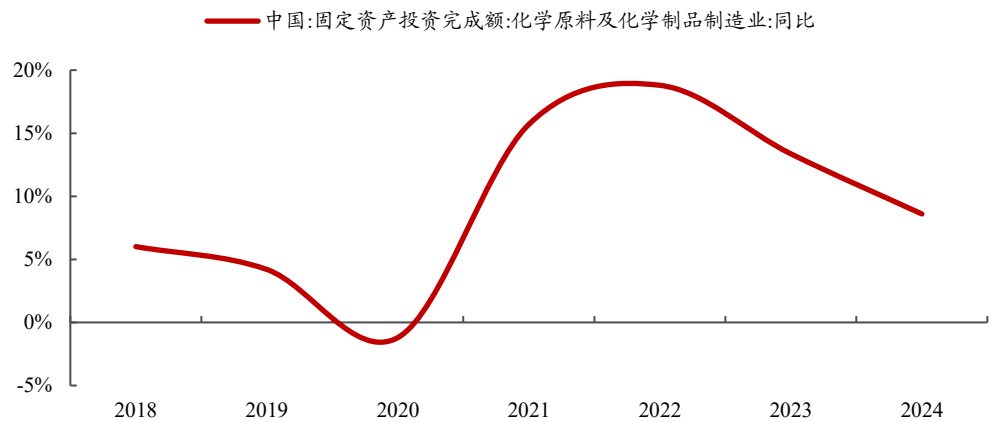
图20： 预计2022-2027年中国化工压力容器装备市场规模CAGR为12%



资料来源：观研天下，浙商证券研究所

化工企业成本压力有望减轻，国内需求政策刺激下有望保持增长。在国内积极的财政政策和适度宽松的货币政策环境下，超常规逆周期调节，大力提振消费，全方位扩大国内需求的政策影响下，国内化工品需求有望保持稳定。固定投资方面，2024年化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额保持同比增长。

图21： 2024年化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额保持同比增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司于化工行业深耕多年，拥有一批长期合作的优质客户，产品在大型乙烯、催化、气分、芳烃、PDH、EO/EG、煤制乙二醇、MTO、DMC等装置中广泛应用。

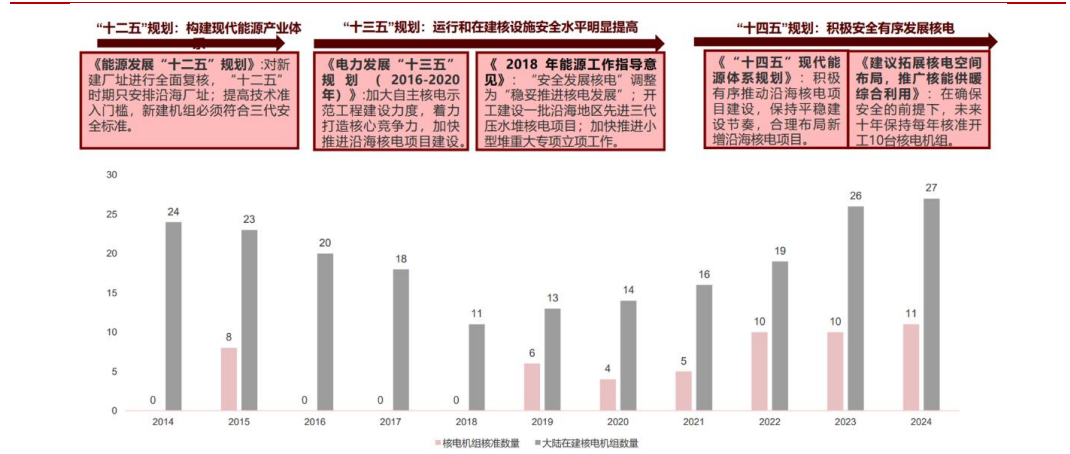
3.3 核工业装备下游需求旺盛，公司项目经验丰富

全球核电装机量持续增长。随着人工智能、数据中心等新兴产业的发展，核能的战略价值正在被重新评估。截至2024年底，全球在运核电机组达417台，总装机容量约3.77亿千瓦，创近十年来的新高。据IAEA对2024年各国核能发电在总发电量占比情况的统计，有21个国家核电占比大于10%，有13个国家大于25%，有2个国家大于50%。

核能投资将进一步增长。据国际能源署《世界能源投资报告》显示，2025年全球能源行业投资将增加到3.3万亿美元，其中有约2.2万亿美元用于可再生能源、核能、电网、储能、低排放燃料和电气化等方向。2024年，我国批准了五个新的核能项目，首次引入私人资本，私营企业被允许持有高达10%的股权。

我国核电建设有望在“后半程”加速，以达成“十四五”规划。我们预计 2023-2025 年核电装机规模 CAGR 约为 7%。预计“十五五”期间，核电装机容量达到 150GW 左右，2023-2035 年核电装机规模 CAGR 约为 8.4%。

图22: 我国核电技术经历“追赶-模仿-引领”阶段 (单位:台)



资料来源: 中国核能行业协会, 国家原子能机构, 国务院, 浙商证券研究所

图23: 2025年核电装机规模有望加速 (单位: %)

主要能源	装机规模CAGR (%)		
	十三五时期	十四五时期	
	2016-2020	2021-2023	2023-2025E
光伏	42	34	4
风电	17	16	20
核能	13	4	7
水电	3	4	2
火电	4	4	-

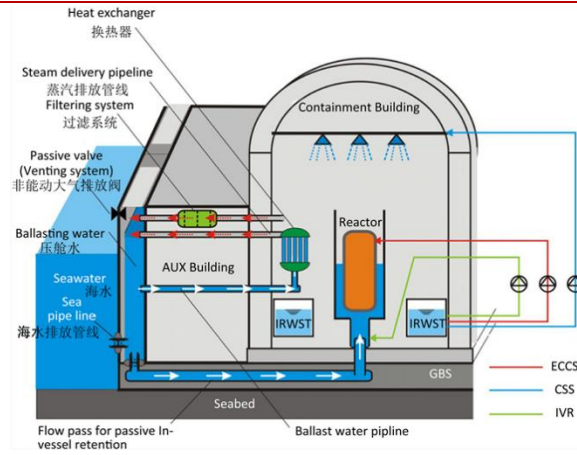
资料来源: 中国能源报, 《“十四五”现代能源体系规划》, TrendForce, Wind, 浙商证券研究所

核电方面, 公司核电资质齐全, 在核级装备制造方面积累了丰富的技术经验。公司拥有民用核安全制造许可证(核安全 2、3 级), 供应的产品主要为安全壳过滤排放系统相关设备。近年来, 公司向全球知名核电企业法马通(Framatome)销售金属压力容器, 相关产品在红沿河核电站、防城港核电站、阳江核电站、福清核电站、漳州核电站、巴西安哥拉核电站和英国欣克利角核电站等国内外核电项目上有应用。

公司供应的产品主要为安全壳过滤排放系统相关设备, 用于防止严重事故后长期阶段由于压力逐渐升高引起的安全壳破坏。安全壳过滤排放系统主要作用为当一回路事故排放大量高温高热流体至安全壳内, 可能导致安全壳超压的情况下, 该系统将多余的气体过滤排放至外界大气, 保证安全壳的完整性。以 SMART 系统为例, 在事故工况下, 由于安全壳内气体温度升高, 内置换热器产生蒸汽, 并通过蒸汽排放管线排入压载水舱。该系统利用换热器产生的蒸汽与压载舱中的水位产生的压头驱动自然循环, 从而不断冷却反应堆。为了保证压载舱中充足的水量, SMART 船用压载水舱的容量需要设置的比通常的船用压载水舱更大。此外, 在设计阶段考虑将压载水舱通过安全释放阀和补水管线与海水相连,

当舱内温度压力过高时，安全阀自动开启排除舱内蒸汽，通过与海水连通的管线为压载水舱补水，起到长期冷却的效果。

图24： SMART 系统由蒸汽排放管线、压载水舱、压载水管线、热交换器、过滤排放系统组成，



资料来源：中国核电，浙商证券研究所

3.4 高技术船舶及海洋工程行业景气度高，公司获顶级资质认证

2022-2024 年全球造船市场高度景气。全球航运市场总体维持高景气，2024 年克拉克森海运指数相较于过去十年平均水平高 33%。在航运市场需求的带动下，全球船舶工业实现显著扩张。据克拉克森，2024 年全球造船新接订单总量达到 1.68 亿 DWT（载重吨），同比增长 31.17%，折合 0.66 亿 CGT（修正总吨），同比增长 32.43%。新接订单增长同步拉动手持订单规模扩张，截至 2024 年底全球合计手持订单量达 3.64 亿 DWT，增长 26.39%，折合 1.56 亿 CGT，增长 17.51%；按 DWT 计的造船完工量保持了相对平稳，为 8814 万 DWT，增长 0.27%。

图25： 2022-2024 年全球造船市场高度景气。



资料来源：克拉克森研究，中国船舶集团经济研究中心，深企投产业研究院，浙商证券研究所

传统海工装备市场出现复苏。全球海洋工程装备市场主要以油气开发装备为主。据克拉克森，受石油价格暴涨的影响，2012 年全球海洋工程装备成交额达到历史高点，超过 740 亿美元。2022 年以来随着全球油价缓慢上升，全球海洋工程装备成交额再次出现快速增长，2024 年全球共成交各类海洋工程装备 215 艘/座，成交额 272.2 亿美元，同比增长 85.1%，成交订单总额创出十年新高。

装备运营市场已经恢复至 2014 年之前水平，2024 年总体处在高位波动状态。截至 2024 年 12 月底，全球自升式平台市场利用率为 91%，同比上涨 2 个百分点；浮式钻井平台市场利用率为 89%，同比持平。自升式和浮式钻井平台平均日租金分别为 12.3 万美元/天

和 32.3 万美元/天，较近十年均值分别上涨 26.7%和 61.1%，但较 2024 年高点分别小幅下降 10%和 2%。同时，装备二手交易价格也在明显增长。截至 12 月底，350 英尺 5-10 年钻井平台和第六代浮式钻井平台二手交易价格分别为 0.95 亿美元和 1.6 亿美元，较 2022 年初分别上涨 110%和 63%。

图26: 全球钻井平台利用率



资料来源: 克拉克森, 中国船舶集团经济研究中心, 海事早知道, 浙商证券研究所

图27: 全球钻井平台平均日租金



资料来源: 克拉克森, 中国船舶集团经济研究中心, 海事早知道, 浙商证券研究所

公司通过多年的研发、试验, 已掌握了液化气船再液化模块制造的核心技术, 并取得了挪威及德国 DNV·GL、法国 BV 和英国 LR 等国际著名船级社的企业资质认证。再液化装置作为 LNG 运输船、LNG 加注船和 LNG 动力船上的关键核心低温设备, 主要利用低温制冷机将 LNG 蒸发气 (BOG) 冷却液化或将 LNG 液体过冷后送回船舶液货舱, 这样既避免 BOG 直接排放引起经济损失和环保问题, 又保障了液货舱压力的稳定和安全。

图28: 1t/hLNG 船用混合工质型再液化装置

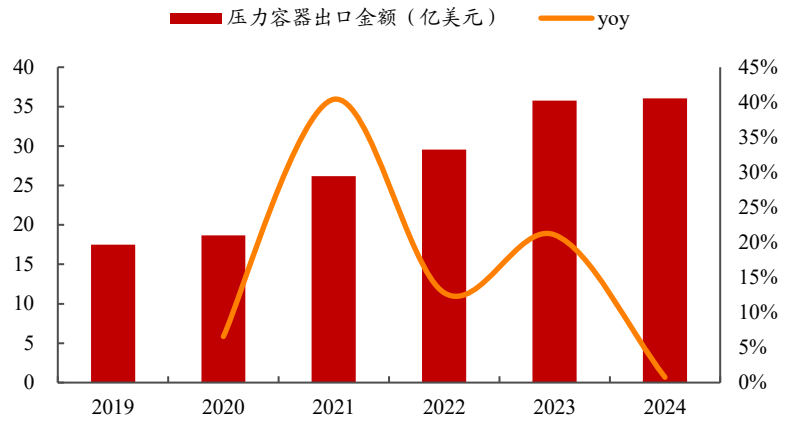


资料来源: 液化天然气产业协会, 浙商证券研究所

4 出口: 加大海外市场开拓力度, 外销收入有望保持高增

我国压力容器出口金额增长较快, 2019-2024 年出口金额 CAGR 为 16%。据海关总署, 统计范围为热交换装置 (84195000)、装压缩气体或液化气体非零售包装钢铁容器 (73110090)、其他蒸馏或精馏设备 (84194090)、装压缩或液化气的零售钢铁容器 (73110010), 2024 年合计出口金额超 36 亿美元。

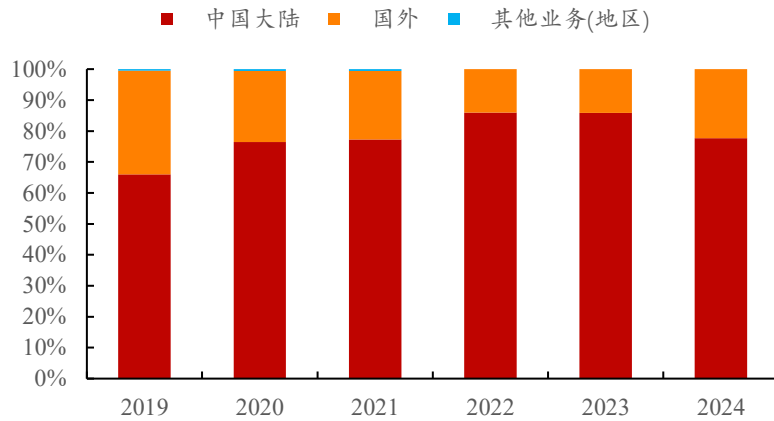
图29： 2019-2024 年，压力容器出口金额 CAGR 为 16%



资料来源：中国海关总署，浙商证券研究所

公司外销收入占比逐渐提升，2024 年达到 22%。2022-2024 年，公司外销收入 CAGR 约 44%，公司外销收入占比持续提升，2024 年达到 22%。为应对国内市场竞争加剧的局面，公司积极加大海外市场开拓力度，2024 年参加了多个国际展会，扩大了公司在海外市场的影响力，公司外销收入有望保持高增长。

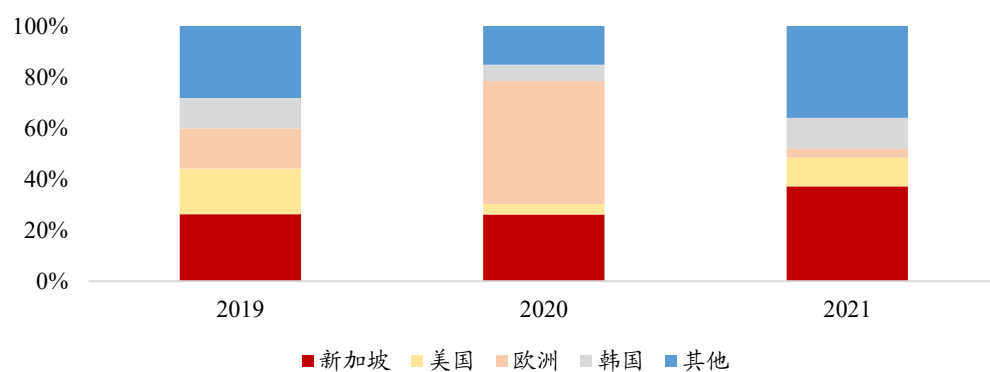
图30： 2022-2024 年，公司外销占比持续提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司主要出口地区为欧洲、美国、新加坡及韩国，国内外产品资质齐全，海外市场持续拓展。2019-2021 年，以上四个地区出口销售占公司外销比例分别为 72%、85%、64%。公司已获取 ASME 的“U”、“U2”和“S”钢印证书、NBBI 的“R”和“NB”钢印证书和 ABS QE 的相关认证等。主要出口地区为欧洲、美国、新加坡及韩国。

图31: 公司主要出口地区为欧洲、美国、新加坡及韩国



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 业务拆分与盈利预测

受益于能源、化工领域投资增长，压力容器行业稳定增长，据 GIA 预测，2020-2026 年全球压力容器市场规模 CAGR 约为 5%。公司作为金属压力容器领军者，传统主业稳定增长，并持续拓展下游应用至新兴领域，有望获得超行业的增长。

换热容器：主要用于石油、化工、电力、太阳能、核能、航空航天、海洋工程以及环保等领域，下游景气度高，我们预测 2025-2027 年该业务收入分别为 10.6、11.7、12.9 亿元，同比分别增长-12%、10%、10%；

分离容器：主要用于石油、化工以及海洋工程等行业。用途包括实现混合物中原油、天然气和水的分离等。我们预测 2025-2027 年该业务收入分别为 0.4、0.5、0.5 亿元，同比分别增长-70%、10%、10%；

反应容器：主要用于石油、化工以及冶金等领域，下游多晶硅行业投资减少，公司相关反应容器产品收入下降较多；我们预测 2025-2027 年该业务收入分别为 0.8、0.9、1 亿元，同比分别增长 150%、10%、10%；

储存容器：主要用于石油、化工、冶金以及军工等行业；我们预测 2025-2027 年该业务收入分别为 1.6、1.7、1.9 亿元，同比分别增长 20%、10%、10%；

表4：公司业务拆分与盈利预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
换热容器（百万元）	1209.87	1,064.69	1,171.15	1,288.27
yoy	65.52%	-12.00%	10.00%	10.00%
毛利率	33.12%	33.00%	34.00%	35.00%
分离容器（百万元）	138.91	41.67	45.84	50.42
yoy	202.79%	-70.00%	10.00%	10.00%
毛利率	33.13%	30.00%	33.00%	33.00%
反应容器（百万元）	33.52	83.80	92.18	101.40
yoy	-90.94%	150.00%	10.00%	10.00%
毛利率	13.25%	8.00%	14.00%	15.00%
储存容器（百万元）	132.25	158.70	174.57	192.03
yoy	57.03%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	29.78%	32.00%	31.00%	30.00%
部件、结构件（百万元）	9.83	9.63	10.60	11.66
yoy	16.19%	-2.00%	10.00%	10.00%
毛利率	38.18%	33.00%	31.00%	30.00%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2 估值分析与投资建议

我们预测公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 2.5、3.1、3.5 亿元，2024-2027 年 CAGR 为 11%，对应 PE 分别为 23、19、16X。我们选取兰石重装（能源化工装备）、科新机电（压力容器）、广厦环能（传热设备）、富瑞特装（金属压力容器）、蓝科高新（石油化工装备）为可比公司，其业务均与公司业务存在一定相似性，剔除极值蓝科高新后可比公司 2025 年平均 PE 为 28X。公司深耕高端压力容器领域，产品品类与下游应用拓展打开成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5: 剔除极值蓝科高新后, 可比公司 2025 年平均 PE 为 28X

证券代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
603169.SH	兰石重装	102	1.56	2.04	2.67	65	50	38
300092.SZ	科新机电	50	1.69	1.81	2.02	30	28	25
873703.BJ	广厦环能	24	1.54	1.40	1.57	15	17	15
300228.SZ	富瑞特装	44	2.19	2.70	3.31	20	16	13
601798.SH	蓝科高新	35	-0.88	0.44	0.60	-39	79	58
均值 (剔除极值蓝科高新)						33	28	23
001332.SZ	锡装股份	58	2.55	2.48	3.11	23	23	19

注: 可比公司盈利预测为 Wind 一致预期 (截至 2025/09/22)

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

6 风险提示

宏观经济波动风险: 公司产品广泛应用于炼油及石油化工、基础化工、核电、太阳能发电、高技术船舶及海洋工程等领域。下游行业受国民经济波动和宏观调控影响较大, 若宏观经济增速放缓, 下游客户可能削减资本开支、采取低成本运营策略, 从而导致公司面临需求紧缩、经营业绩下滑的风险。

境外市场环境变化风险: 公司积极拓展海外市场, 境外业务受地缘政治、当地政治环境、经济发展水平、贸易政策等多重因素影响。如果相关国家和地区的法律法规、经营环境发生不利变化, 可能对公司经营造成不利影响。

市场竞争加剧风险: 行业竞争日趋激烈, 部分企业可能通过非理性压价等手段争夺订单, 导致公司面临毛利率下降、市场份额波动等风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,686	2,976	3,473	3,930
现金	1,195	1,429	1,841	2,229
交易性金融资产	305	305	305	305
应收账款	423	450	483	511
其它应收款	6	8	8	9
预付账款	84	118	101	112
存货	582	578	642	664
其他	91	88	92	100
非流动资产	743	683	618	556
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	498	453	398	341
无形资产	108	108	106	104
在建工程	28	14	7	4
其他	108	108	108	108
资产总计	3,429	3,659	4,091	4,486
流动负债	1,013	1,007	1,129	1,171
短期借款	0	0	0	0
应付款项	345	331	357	381
预收账款	0	0	0	0
其他	668	676	772	790
非流动负债	27	26	26	26
长期借款	0	0	0	0
其他	27	26	26	26
负债合计	1,041	1,033	1,155	1,197
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	2,388	2,626	2,937	3,290
负债和股东权益	3,429	3,659	4,091	4,486

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	287	249	409	387
净利润	255	248	311	353
折旧摊销	32	58	58	58
财务费用	(4)	0	0	0
投资损失	(5)	(1)	(7)	(5)
营运资金变动	(57)	(62)	37	(28)
其它	67	7	10	8
投资活动现金流	(200)	(3)	3	0
资本支出	(101)	(6)	(3)	(4)
长期投资	0	0	0	0
其他	(99)	3	7	5
筹资活动现金流	(85)	(23)	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(85)	(23)	0	0
现金净增加额	6	234	412	387

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,534	1,368	1,504	1,655
营业成本	1,040	943	1,019	1,105
营业税金及附加	15	5	6	7
营业费用	22	34	30	33
管理费用	87	90	93	83
研发费用	52	55	60	58
财务费用	(38)	(31)	(34)	(39)
资产减值损失	(21)	(6)	(8)	(6)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	5	1	7	5
其他经营收益	9	20	29	0
营业利润	296	286	358	407
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	293	285	356	405
所得税	38	36	45	52
净利润	255	248	311	353
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	255	248	311	353
EBITDA	300	311	380	424
EPS (最新摊薄)	2.32	2.25	2.81	3.19

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	22.85%	-10.83%	10.00%	10.00%
营业利润	55.92%	-3.13%	24.89%	13.73%
归属母公司净利润	54.64%	-2.64%	25.03%	13.62%
获利能力				
毛利率	32.19%	31.07%	32.30%	33.25%
净利率	16.64%	18.16%	20.65%	21.32%
ROE	10.69%	9.46%	10.58%	10.73%
ROIC	9.78%	8.43%	9.57%	9.70%
偿债能力				
资产负债率	30.36%	28.22%	28.22%	26.68%
净负债比率	-50.04%	-54.42%	-62.71%	-67.76%
流动比率	2.65	2.96	3.08	3.36
速动比率	1.91	2.18	2.34	2.61
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.39	0.39	0.39
应收账款周转率	3.92	3.46	3.83	3.80
应付账款周转率	5.57	5.53	5.79	5.80
每股指标(元)				
每股收益	2.35	2.25	2.81	3.19
每股经营现金	2.60	2.25	3.70	3.50
每股净资产	21.61	23.77	26.58	29.77
估值比率				
P/E	22.65	23.37	18.69	16.45
P/B	2.43	2.21	1.98	1.76
EV/EBITDA	8.82	14.05	10.43	8.43

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>