



LNG 及空分装备领军者，气体运营打开成长空间

投资要点

- **推荐逻辑：1) 深冷装备：**LNG 及液体空分装置领先者，持续受益于行业高景气。**2) 氢能业务：**公司制氢-加氢-储氢全覆盖，依托蜀道集团产业资源，积极探索布局氢能多元化应用。**3) 气体运营：**依托在天然气、液体空分的深冷技术优势，积极拓展气体投资运营，自主建设项目陆续落地。
- **LNG 及液体空分装置领先者，持续受益于行业高景气。**根据国家能源局，2024 年我国天然气产量 2464 亿立方米，连续八年增产百亿立方米，中国天然气表观消费量 4260.5 亿立方米，同比增长 8%。根据中国通用机械工业协会，2023 年，中国空分设备市场规模为 416 亿元，根据中商产业研究院预测，2025 年市场规模有望达到 533 亿元，行业规模持续增长。公司是国内最早进入天然气液化及液体空分产业并掌握该领域关键技术的企业之一，具备日处理 1000 万方天然气（煤层气、焦炉煤气）液化装置、日产量 1000 吨液体空分装置的设计和制造能力。行业景气背景下，公司有望持续受益。
- **国内氢能行业发展迅速，公司氢能领域多方位布局。**2024 年，中国氢能全年产量为 3815 万吨，同比增长 3.5%。随着国内燃料电池汽车产业发展加速，叠加政策大力支持，各地加氢站建设持续增长。截至 2025 年 8 月，已建成加氢站 563 座，其中在运营 411 座。按照 2030 年前建成 1000 座加氢站计算，2030 年前新增加氢站对应设备空间约为 67.5 亿元。公司氢能技术储备完善，制氢-加氢-储氢全覆盖。2025 年 7 月，公司与丰田汽车设立合资公司，进入氢燃料电池领域。依托蜀道集团产业资源，公司积极探索布局氢能多元化应用。
- **积极开展战略转型，气体运营打开成长空间。**2023 年、2024 年及 2025 年上半年，公司气体及天然气运营业务收入分别为 276、1246、980 万元，收入规模实现高速增长。公司遵循气体巨头发展模式，积极布局气体运营方向，深度挖掘产业并购和项目投资机会，通过资本运作收购生产能力强、发展潜力大、经营风险小的空分气体运营公司，大力挖掘落地气体直投项目机会，实现气体业务规模化运作。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.8、0.9、1.1 亿元，对应当前股价 PE 分别为 53、45、38 倍，未来三年归母净利润复合增速为 16%。公司是国内深冷技术领军企业，同时是蜀道集团氢能产业发展牵头单位，依托集团背景及资源，深冷业务、氢能业务、气体运营等多元业务有望快速拓展，给予公司 2025 年 65 倍目标 PE，对应目标价 22.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、新业务拓展不及预期、下游需求不及预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	861.51	949.31	1089.21	1308.77
增长率	28.90%	10.19%	14.74%	20.16%
归属母公司净利润(百万元)	72.37	80.63	93.76	113.29
增长率	121.67%	11.42%	16.28%	20.83%
每股收益 EPS(元)	0.32	0.35	0.41	0.49
净资产收益率 ROE	6.47%	6.93%	7.55%	8.48%
PE	59	53	45	38
PB	3.88	3.73	3.49	3.24

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

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

分析师：杨云杰
执业证号：S1250525100001
电话：021-58351893
邮箱：yyjie@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.30
流通 A 股(亿股)	2.07
52 周内股价区间(元)	15.7-28.2
总市值(亿元)	42.49
总资产(亿元)	20.32
每股净资产(元)	4.76

相关研究

目 录

1 蜀道装备：深冷技术领军企业，多赛道齐发展	1
1.1 深耕深冷行业，多轮驱动中长期发展	1
1.2 业绩重回正轨，多领域拓展驱动后续成长	2
1.3 蜀道集团下核心装备公司，依托股东背景开展多元化布局	4
2 深耕深冷技术，清洁能源积极拓展	5
2.1 LNG 及液体空分装置领先者，持续受益于行业高景气	5
2.2 清洁能源积极拓展，氢能业务多元布局	11
3 工业气体应用场景广阔，内生外延迅速拓展	14
3.1 工业气体：下游需求旺盛，国产替代空间广阔	14
3.2 自主投资+产业并购，加快推进气体业务投资布局	17
4 盈利预测与估值	18
4.1 盈利预测	18
4.2 相对估值	19
5 风险提示	20

图 目 录

图 1: 蜀道装备发展历程.....	1
图 2: 蜀道装备业务矩阵.....	2
图 3: 2025H1, 公司实现营收 2.0 亿元, 同比增长 35.2%.....	2
图 4: 2025H1, 公司实现归母净利润 1015 万元.....	2
图 5: LNG 装置为公司主要收入来源.....	3
图 6: 2024 年, LNG 装置收入占比超 70%.....	3
图 7: 公司近年来新签订单维持较高水平.....	3
图 8: 2023 年来, 公司海外业务拓展迅速.....	3
图 9: 盈利能力逐步回升.....	4
图 10: 2022 年来, 费用管控逐步优化.....	4
图 11: 公司为蜀道集团旗下核心装备公司.....	4
图 12: 我国天然气产量及天然气消费量持续增长.....	5
图 13: 近年来, 我国天然气对外依存度维持在 40% 以上.....	5
图 14: 我国终端能源消费结构预测.....	6
图 15: 我国天然气消费需求中长期将持续增长.....	6
图 16: 天然气“气态-液态-气态”过程.....	7
图 17: LNG 产业链.....	7
图 18: 天然气液化流程图.....	8
图 19: 中国空分设备市场规模持续增长.....	9
图 20: 中国空分设备企业竞争格局.....	9
图 21: 内蒙古雅海能源年产 60 万吨液化天然气项目.....	9
图 22: 合肥燃气 $7 \times 10^4 \text{Nm}^3/\text{d}$ 城市天然气液化调峰项目.....	9
图 23: 唐山文丰 $30000 \text{Nm}^3/\text{h}$ 空分装置.....	10
图 24: 广东清远联升 $6000/14000/200 \text{Nm}^3/\text{h}$ 液体空分装置.....	10
图 25: 公司 LNG 装置业务收入情况.....	10
图 26: 公司 LNG 装置业务毛利率情况.....	10
图 27: 公司空分设备业务收入情况.....	11
图 28: 公司空分设备业务毛利率情况.....	11
图 29: 国内加氢站数量激增.....	11
图 30: 国内氢燃料电池车产销量持续攀升.....	11
图 31: 我国加氢站以固定式为主.....	12
图 32: 35 兆帕加氢站占据主要份额.....	12
图 33: 国内具备商业运营能力加氢站供给能力分布.....	12
图 34: 固定站及撬装站加氢站成本构成.....	12
图 35: 河北富越化工有限公司 $1200000 \text{Nm}^3/\text{d}$ 焦炉煤气制氢.....	13
图 36: 公司自主研发 CH35-500 型加氢撬.....	13
图 37: 工业气体分类.....	14
图 38: 2021 年, 我国工业气体行业下游应用领域.....	14
图 39: 2017-2024 年, 全球及中国工业增加值.....	15

图 40：2017-2026 年，全球及中国工业气体市场规模.....	15
图 41：工业气体行业经营模式.....	15
图 42：外包供气流程图.....	15
图 43：我国按拥有权划分工业气体市场规模.....	16
图 44：工业气体供应模式结构（亿元）.....	16
图 45：2021 年，中国工业气体市场竞争格局.....	16
图 46：2020 年，中国特种气体市场份额占比.....	16
图 47：公司气体收入规模快速增长.....	17
图 48：内蒙古 LNG-BOG 提氮项目.....	18
图 49：公司承建阿坝县首个光伏制氧项目.....	18

表 目 录

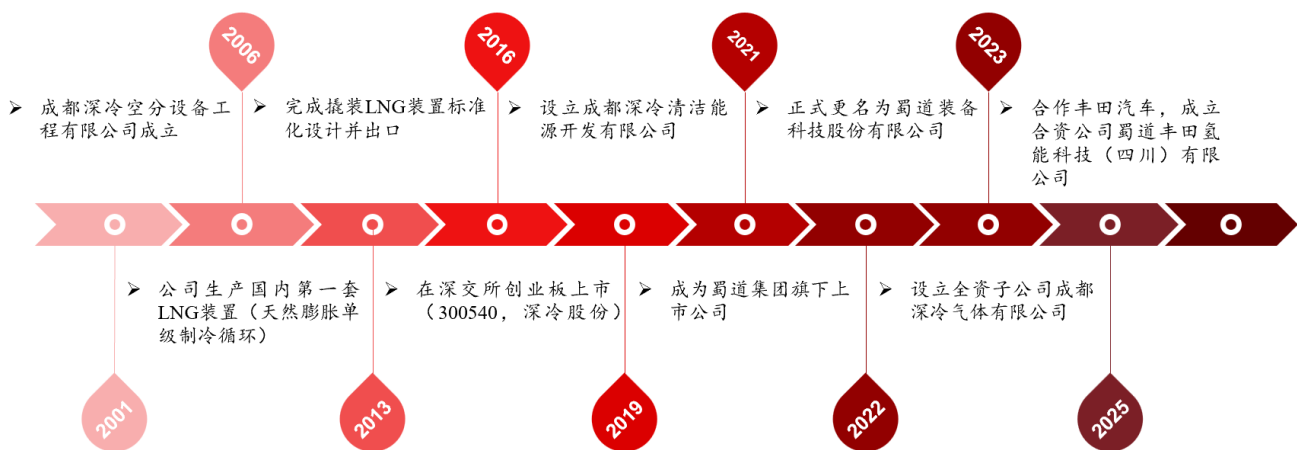
表 1：2025 年 1-8 月新增 24 座 LNG 工厂.....	6
表 2：公司 LNG、空分设备工艺包及装置情况.....	10
表 3：工业气体的销售途径.....	16
表 4：分业务收入及毛利率.....	19
表 5：可比公司估值.....	19
附表：财务预测与估值.....	21

1 蜀道装备：深冷技术领军企业，多赛道齐发展

1.1 深耕深冷行业，多轮驱动中长期发展

深耕深冷行业，多轮驱动中长期发展。蜀道装备（原名深冷股份，2022 年 3 月变更为现名）创立于 2001 年，自成立以来，长期致力于各类气体的净化、分离、低温液化等工艺技术的研究和产品开发，专注于天然气液化及液体空分领域。蜀道集团控股后，蜀道装备聚焦“高端装备制造”这一战略新兴业务，坚持“技术创新和资本运作”双核驱动，深入整合原有高新技术优势和制造能力，同时推动“深冷装备制造、交通服务装备制造、气体投资运营及清洁能源投资运营”四大板块协同发展。

图 1：蜀道装备发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司以深冷技术装备制造为核心，以交通服务装备制造为支撑，大力拓展气体投资运营、清洁能源投资运营等业务，加速布局氢能产业等前沿领域。

1) 深冷技术装备制造：主要产品包括天然气（煤层气、焦炉气、页岩气等）液化装置；氢气制取与液化；空气分离装置（含全液体空分装置）；液化天然气 BOG 提氮装置；氧气、氮气、氩气、氦气液化装置；液空储能装置；大型低温液体储槽、气化器等。

2) 交通服务装备制造：公司依托自身制造集成优势，以及蜀道集团和蜀道交通服务集团交通资源优势，积极深入开展相关产业协同业务，主要产品包括：综合能源站（油气电光氢）、充电站（桩）、加气站等。

3) 气体投资运营、清洁能源投资运营：依托公司在天然气、液体空分的深冷技术优势，积极拓展气体投资运营、清洁能源运营业务，生产、销售的主要产品包括工业气体、特种气体、稀有气体和液化天然气（LNG），产品广泛应用于冶炼、化工、机械、半导体、医疗、食品、车（船）燃料、城市调峰站等领域。

图 2：蜀道装备业务矩阵

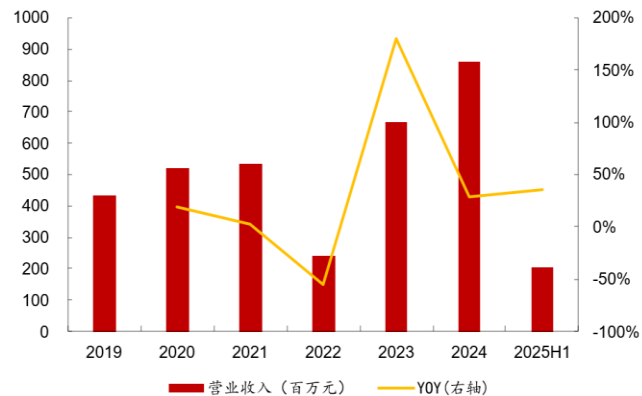
业务领域	蜀道装备业务布局			
	深冷技术装备制造	交通服务装备制造	工业气体投资运营	清洁能源投资运营
产品示意图	  天然气液化设备 LNG储罐   空分设备 LNG气化调峰站   LNG撬装设备 LNG装置	  LNG/C-LNG加气站成套设备 站用加氢及储氢成套设备  一体式集成充电站	  内蒙古LNG-BOG提氮项目 阿坝县“阳光制氢”  乐山马边制氮项目	LNG业务：LNG可开展井口气液化提纯、管道气液化、气田地城市燃气等投资运营。成都深冷清洁能源开发有限公司围绕新疆、内蒙古、陕甘宁等重点区域主动拓展LNG销售市场，建立完善LNG能源业务市场销售体系。 氢能业务：氢能可开展制氢、加氢、氢储运、氢液化等设备的研发制造。揭牌成立氢能工程技术研发中心，成为蜀道集团氢能产业发展牵头单位。与丰田合资设立公司——蜀道丰田氢能科技（四川）有限公司，加快氢能产业布局成型。
业务描述	主要产品包括天然气（煤层气、焦炉气、页岩气等）液化装置；氢气制取与液化；空气分离装置（含全液体空分装置）；液化天然气BOG提氮装置；氢气、氦气、氖气、氪气液化装置；液空储能装置；大型低温液体储罐、气化器	依托自身制造集成优势，以及蜀道集团和蜀道交通服务集团交通资源优势，积极拓展。主要产品包括：综合能源站（油气电光氢）、充电站（桩）、加气站等。	生产、销售的主要产品包括工业气体、特种气体、稀有气体和液化天然气(LNG)，产品广泛应用于冶炼、化工、机械、半导体、医疗、食品、车（船）燃料、城市调峰站等领域	

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

1.2 业绩重回正轨，多领域拓展驱动后续成长

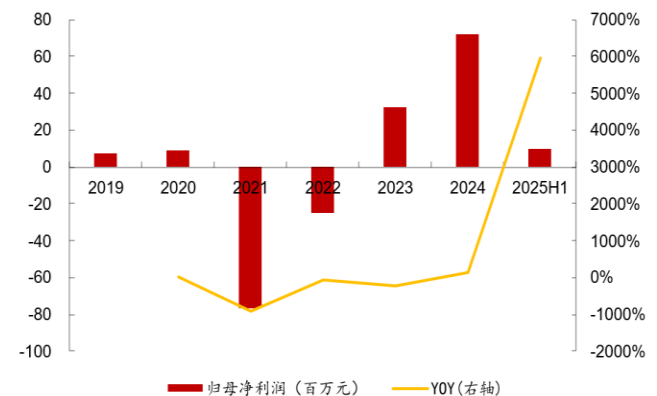
营收规模增长稳健，利润回归增长轨道。2021-2022 年，公司业绩出现明显下滑，一方面面受宏观经济、社会环境等外部因素影响，另一方面公司实施控制权变更后，围绕实现高质量发展，主动推进业务结构调整转型，放弃部分高风险项目。2023 年至今，公司收入及利润端逐渐回归正轨。2024 年，公司实现收入 8.6 亿元，同比增长 28.9%，实现归母净利润 7237 万元，同比增长 121.7%。2025 年上半年，公司实现收入 2.0 亿元，同比增长 35.2%，实现归母净利润 1015 万元，同比增长显著。

图 3：2025H1，公司实现营收 2.0 亿元，同比增长 35.2%



数据来源：Wind，西南证券整理

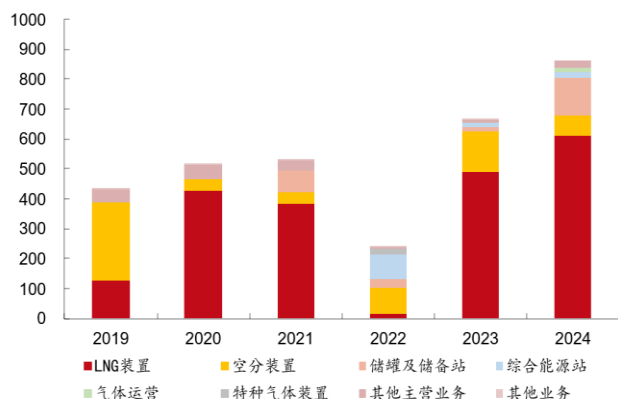
图 4：2025H1，公司实现归母净利润 1015 万元



数据来源：Wind，西南证券整理

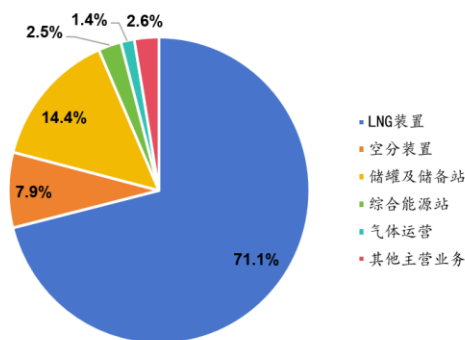
LNG 装置为公司主要收入来源。2024 年, LNG 装置实现收入 6.1 亿元, 同比增长 24.4%, 占比为 71.1%; 空分装置实现收入 6836 万元, 同比减少 48.3%, 占比为 7.9%; 储罐及储备站实现收入 1.2 亿元, 去年同期为 1771 万元, 占比为 14.4%。LNG 装置、液体空分装置、储罐及储备站多系根据客户需要进行专项设计、制造的非标产品, 单位价值量较大, 主要通过招投标方式确定价格。

图 5: LNG 装置为公司主要收入来源



数据来源: Wind, 西南证券整理

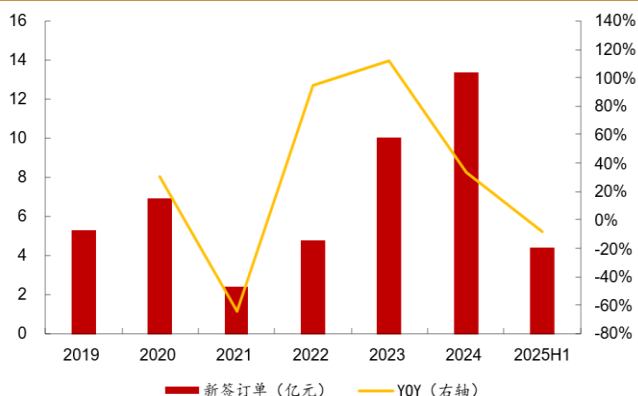
图 6: 2024 年, LNG 装置收入占比超 70%



数据来源: Wind, 西南证券整理

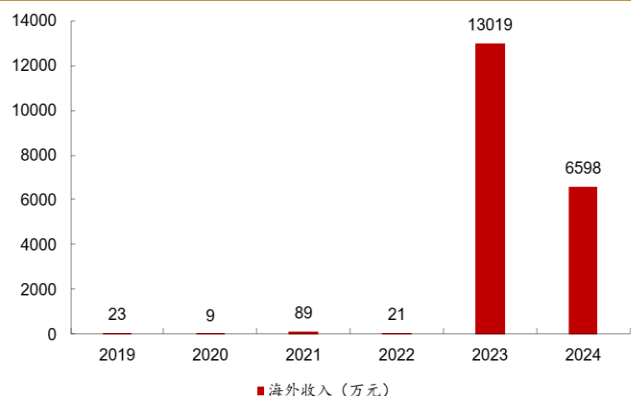
新签订单维持高位, 海外业务持续拓展中。2024 年, 公司新签合同额约 13.35 亿元, 同比增长 33.1%。2025 年上半年, 公司持续加强对外业务拓展, 新签合同额约 4.38 亿元, 其中海外订单约 1300 万美元。2023 年、2024 年, 公司海外收入分别为 1.30 亿元, 0.66 亿元。公司抢抓“一带一路”建设战略机遇, 大力拓展海外市场, 积极向俄罗斯、中东、印度尼西亚、尼日利亚等国际市场出口深冷技术产品。

图 7: 公司近年来新签订单维持较高水平



数据来源: Wind, 西南证券整理

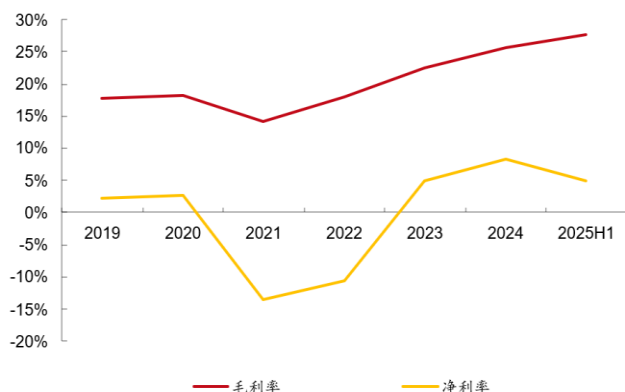
图 8: 2023 年来, 公司海外业务拓展迅速



数据来源: Wind, 西南证券整理

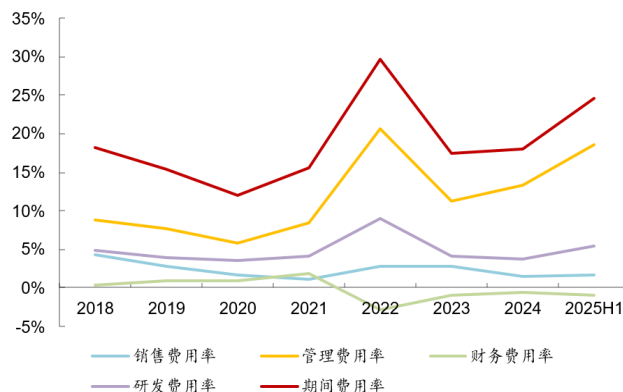
盈利能力回升, 费用管控趋严。2024 年, 公司毛利率、净利率分别为 25.8%、8.4%, 同比分别提升 3.2、3.5 个百分点; 2025 年上半年, 毛利率、净利率分别为 27.8%、4.8%, 同比分别提升 1.8、4.7 个百分点。2024 年, 公司期间费用率为 17.9%, 同比增加 0.6 个百分点; 2025 年上半年, 期间费用率为 24.7%, 同比减少 12.0 个百分点, 其中管理费用减少 8.6 个百分点, 研发费用减少 4.1 个百分点。

图 9：盈利能力逐步回升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2022 年来，费用管控逐步优化

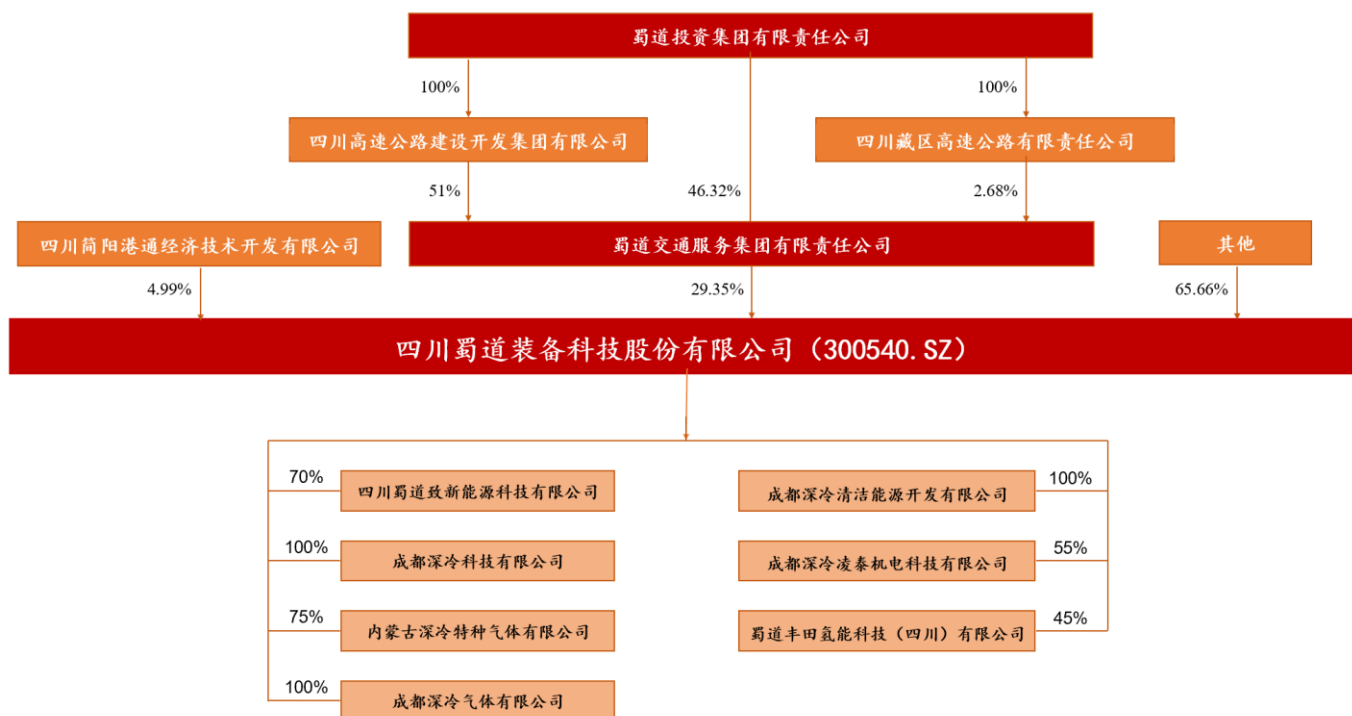


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 蜀道集团下核心装备公司，依托股东背景开展多元化布局

蜀道集团控股，内部协同助力成长。2021 年 1 月，蜀道交通服务集团（原四川交投实业有限公司）成为公司控股股东。蜀道集团通过蜀道交通服务集团间接持有公司 29.35% 的股份。公司依托蜀道集团资源和背景，充分发挥自身技术优势，积极进行多赛道业务拓展。公司现有出资企业 13 家，其中控股 6 家、参股 6 家，另牵头出资设立氢能产业基金 1 家，实现了氢能源、LNG 以及工业气体等产业下游布局。

图 11：公司为蜀道集团旗下核心装备公司



数据来源：Wind，西南证券整理

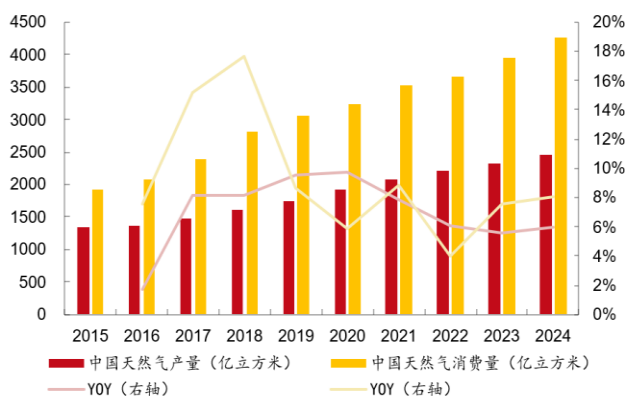
2 深耕深冷技术，清洁能源积极拓展

2.1 LNG 及液体空分装置领先者，持续受益于行业高景气

我国天然气产量及消费量有望持续保持增长态势。根据国家能源局，2024 年我国天然气产量 2464 亿立方米，连续八年增产百亿立方米。在资源保障方面，国内天然气勘探开发取得多项突破，鄂尔多斯盆地深部煤层气、四川盆地深层页岩气、塔里木超深井等领域实现重大发现，全国天然气新增探明地质储量超 1.6 万亿立方米。2024 年，中国天然气表观消费量 4260.5 亿立方米，同比增长 8%，首次突破四千亿方，在一次能源消费结构中占比提升至 8.8%，彰显天然气在能源转型中的关键作用。

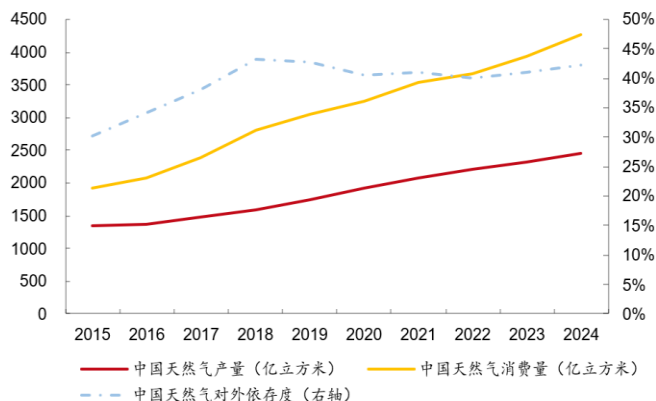
从能源安全角度来看，我天然气对外依存度较高。我国是全球天然气主要的消费市场，近年来，我国天然气对外依存度维持在 40% 以上。《2025 年能源工作指导意见》要求能源行业以更高标准践行能源安全新战略，持续提升能源安全保障能力，“十五五”规划将进一步提升我国天然气供应安全。

图 12：我国天然气产量及天然气消费量持续增长



数据来源：Wind，国家发改委，国家能源局，西南证券整理

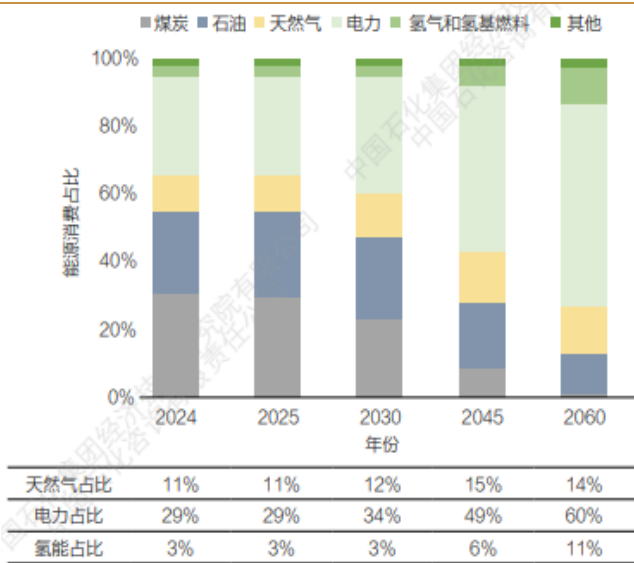
图 13：近年来，我国天然气对外依存度维持在 40% 以上



数据来源：Wind，西南证券整理

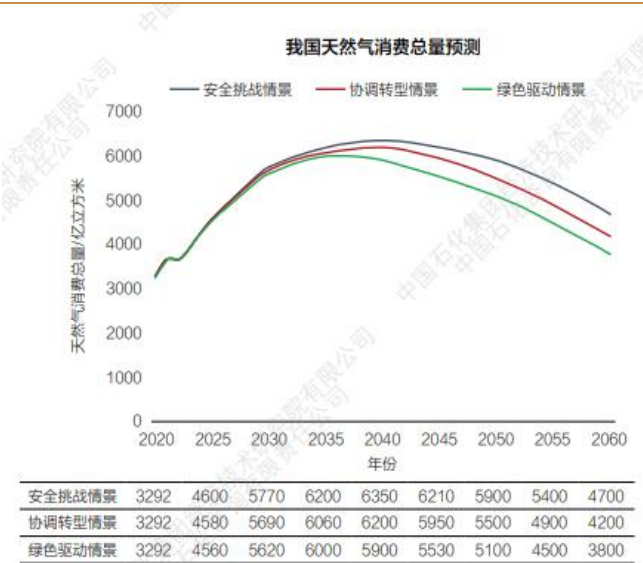
天然气需求已重新步入中速增长轨道。自 2023 年以来，国内天然气市场复苏步伐逐渐加快，天然气市场具备强大韧性。随着可再生能源的快速发展和“碳达峰”目标的压力增大，以及进口天然气成本下降，天然气在小锅炉、小窑炉治理等方面将继续发挥重要作用。预计到 2030 年，天然气消费量将达到约 5690 亿立方米，占一次能源的比例约为 10.6%。预计我国天然气需求将在 2035 至 2040 年间处于平台期，峰值约为 6200 亿立方米，届时将占据一次能源消费比例的近 11.4%。

图 14：我国终端能源消费结构预测



数据来源：《中国能源展望 2060（2025 年版）》，西南证券整理

图 15：我国天然气消费需求中长期将持续增长



数据来源：《中国能源展望 2060（2025 年版）》，西南证券整理

国内 LNG 生产能力持续提升。截至 2024 年底，国产陆上 LNG 液化工厂约 220 座。2024 年，国产 LNG 产量达到 2487 万吨，同比增长 22%。2025 年中国 LNG 市场延续稳健发展态势，国内相关基础设施建设不断加速推进，2025 年 1-8 月新增 24 座 LNG 工厂，国产液厂总产能达到 23471 万方/天。

表 1：2025 年 1-8 月新增 24 座 LNG 工厂

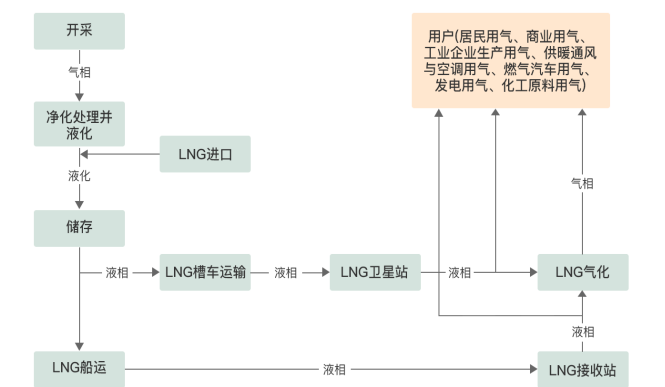
地区	省份（自治区）	项目简称	设计产能（万方/天）	气源类型
华北	河北	河北中科富峰	45	焦炉煤气
华北	河北	德鑫氢能	12	焦炉煤气
华北	山西	黎城福瑞德	30	焦炉煤气
华北	内蒙古	内蒙黑猫	45	焦炉煤气
华北	内蒙	圣圆鑫星	30	常规气
华北	内蒙	内蒙天昱园二期	60	常规气
华北	内蒙	内蒙盈通	240	常规气
华中	河南	神龙马安	30	焦炉煤气
华中	安徽	临涣焦化	70	焦炉煤气
西北	陕西	陕西龙华	20	合成氨尾气
西北	新疆	哈密巨融（二期）	100	常规气
西北	甘肃	甘肃巨融古浪	100	常规气
西北	甘肃	张掖交投二期	100	常规气
华东	山东	临沂钢投	30	焦炉煤气
东北	吉林	吉林赛普	70	常规气
东北	黑龙江	大庆贝拓	100	常规气
东北	黑龙江	中晟国金	100	常规气
东北	辽宁	鞍集凌源	80	焦炉煤气
西南	贵州	美锦华宇二期	50	焦炉煤气

地区	省份（自治区）	项目简称	设计产能（万方/天）	气源类型
西南	四川	盐亭	100	常规气
西南	贵州	遵义正安二期	50	常规气
西南	四川	遂宁能投二期	50	常规气
西南	四川	雅安中弘二期	10	常规气
华南	广西	广西翅冀	100	焦炉煤气
总计			1622 万方/天	

数据来源：CETthinktank，西南证券整理

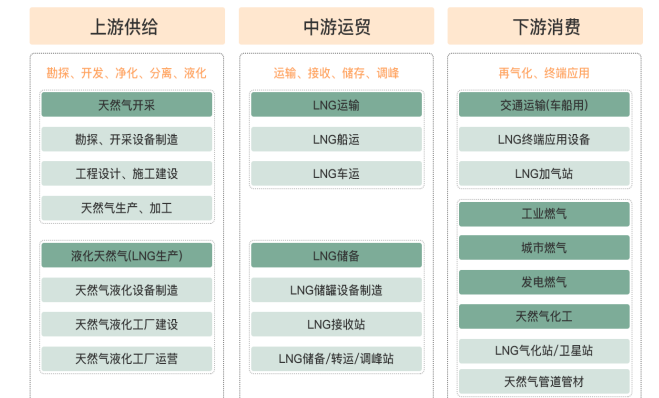
LNG 产业链贯穿天然气产业全过程。为方便运输和储藏，天然气通过“气态→液态→气态”的状态转化，完成上游气源、中游储运（包括装卸船运输，终端站和供气主干管网的建设环节）和下游分销（终端用户包括联合循环电站，城市燃气公司，工业炉用户，工业园区和建筑物冷热电多联供的分布式能源站等）的全过程，涉及产、贸、运、储、销各个环节。

图 16：天然气“气态-液态-气态”过程



数据来源：天然气产业信息，西南证券整理

图 17：LNG 产业链



数据来源：天然气产业信息，西南证券整理

原料气在液化前，需通过气分装置，分离去除杂质（二氧化碳、硫化氢、水）及化合物（比甲烷重的碳氢化合物，后续可作为原材料出售给石化行业或用作燃料）。天然气液化过程中，涉及到的工艺系统主要包括：原料气过滤分离及调压计量、原料气增压、二氧化碳脱除、脱水脱重烃、脱汞，制冷系统。

1) 原料气过滤分离及调压计量：对原料气里的一些机械杂质（焊渣、铁屑、其他异物等）、游离水进行过滤、分离，防止进入压缩机损坏气缸等部件。

2) 原料气增压：因后续脱二氧化碳单元在吸收塔中需要高压以利于吸收二氧化碳，且天然气临界压力为 4.6MPa。长期以来，原料进气压力在 1.5-4.5MPa 范围内波动，故需要原料气压缩机出口压力稳定在 4.8-5.0MPa 之间。

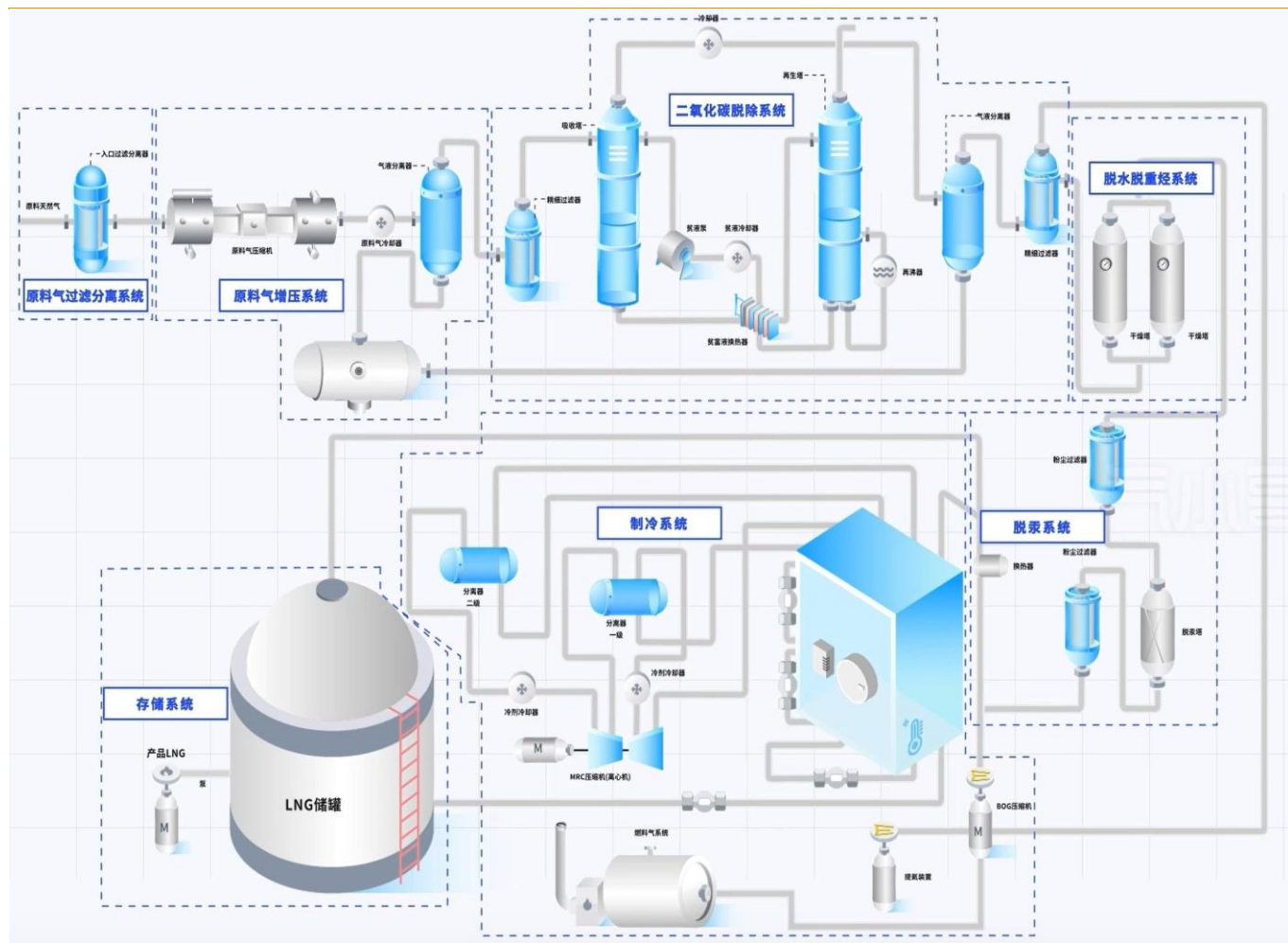
3) 二氧化碳脱除：原料气中二氧化碳含量为 1.37% 左右，CO₂ 为酸性气体，会造成金属腐蚀并污染环境。此外，CO₂ 含量过高会降低天然气的热值，且其在低温时会凝结为固体堵塞管道。必须严格控制天然气中酸性组分的含量，达到工艺和产品质量的要求。

4) 脱水脱重烃：天然气中水分、苯及重烃的存在会造成严重后果：水分与天然气在一定条件下形成水合物阻塞管路，影响冷却液化过程；水分的存在也会造成不必要的动力消耗；且由于天然气液化温度低，水、苯及重烃的存在还会导致设备冻堵，故必须脱水、脱苯和重烃。

5) 脱汞：由于汞蒸气会导致铝热交换器和管道产生严重腐蚀，汞含量如超标须脱除。

6) 制冷：经过净化的天然气进入原料气闪蒸气换热器和来自 LNG 储罐的 BOG（由于低温 LNG 储罐受外界环境热量的入侵，LNG 罐内液下泵运行时部分机械能转化为热能，使罐内 LNG 气化产生闪蒸气，这些闪蒸气就是 BOG）换热，将净化后的天然气降温至 20℃ 左右。因 LNG 在常压下的温度为 -162℃，要将常温 NG（管道输送的天然气）转变为 -162℃ 的 LNG，则需给其换热降温。

图 18：天然气液化流程图

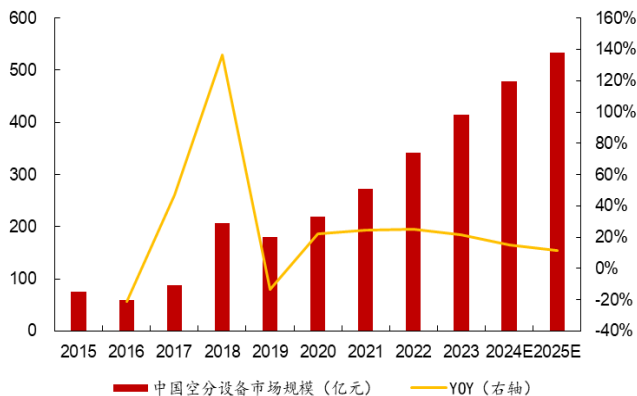


数据来源：液化天然气产业协会，气小哥，西南证券整理

下游需求推动空分设备需求上行。根据中国通用机械工业协会，2022 年，重点企业空分设备产量 192 套，291 万 m³/h。2024 年，中国重点企业空分设备产量约 210 套，377 万 m³/h。根据中商产业研究院，2025 年，中国空分设备市场规模有望达到 533 亿元，行业规模持续增长。下游需求结构深度调整，煤化工、炼化一体化等传统行业加速淘汰落后产能，对 5 万等级以上特大型空分设备需求激增，而半导体、氢能等新兴领域对超高纯气体处理设备的迫切需求进一步倒逼行业技术升级。

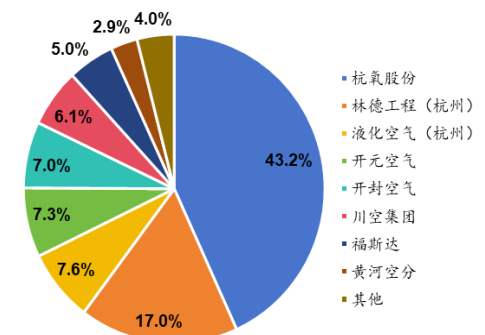
空分设备行业集中度较高。杭氧股份作为国内第一台空分设备生产者，一直以来引领中国空分技术发展。国内空分设备市场中，杭氧股份市占率超过 40%；两家外资企业林德、法液空位列二三名；其后是开元空分、开封空分、川空、福斯达等国内企业。

图 19：中国空分设备市场规模持续增长



数据来源：中国通用机械工业协会，中商情报网，西南证券整理

图 20：中国空分设备企业竞争格局



数据来源：中商情报网，西南证券整理

公司为国产 LNG 装置领域领先企业。公司是国内最早进入天然气液化及液体空分产业并掌握该领域关键技术的企业之一，拥有国内第一套天然气液化设备（LNG）、第一套煤层气液化装置，是国内首家采用混合制冷剂循环（MRC）技术。公司持续提供大量 LNG 工艺包及装置，逐步形成了处理能力范围广、气源类型多样、处理工艺全面的项目业绩优势。公司具备日处理 1000 万方天然气（煤层气、焦炉煤气）液化装置的设计和制造能力。

图 21：内蒙古雅海能源年产 60 万吨液化天然气项目



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 22：合肥燃气 7×10⁴ Nm³/d 城市天然气液化调峰项目



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司在液体空分和深冷空分领域具有显著优势。液体空分设备属于空气分离设备的一种，是生产液态氧、液态氮或液态氩等产品的空分设备，主要有产品有全液体空分工艺包及装置、高纯氧提取工艺包及装置、深冷液体电力储能装置，具备日产量 1000 吨液体空分装置的设计和制造能力。

图 23：唐山文丰 30000Nm³/h 空分装置



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 24：广东清远联升 6000/14000/200 Nm³/h 液体空分装置



数据来源：公司官网，西南证券整理

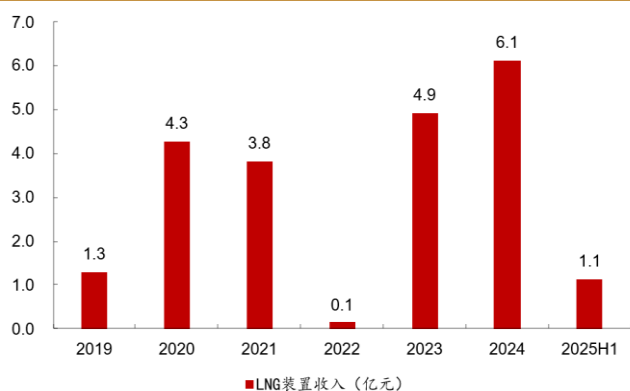
表 2：公司 LNG、空分设备工艺包及装置情况

领域	产品名称	设计和制造能力
LNG 工艺包及装置	常规天然气液化工艺包及装置	日处理 1000 万方天然气（煤层气、焦炉煤气）液化装置
	煤层液化工艺包及装置	
	焦炉煤气液化工艺包及装置	
	管网压差天然气液化工艺包及装置	
	天然气撬装液化装置	
	瓦斯气分离与液化工艺包及装置	
液体空分工艺包及装置	NGL/LPG 提取工艺包及装置	日产量 1000 吨液体空分装置
	全液体空分工艺包及装置	
	高纯氧提取工艺包及装置	
	深冷液体电力储能装置	

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

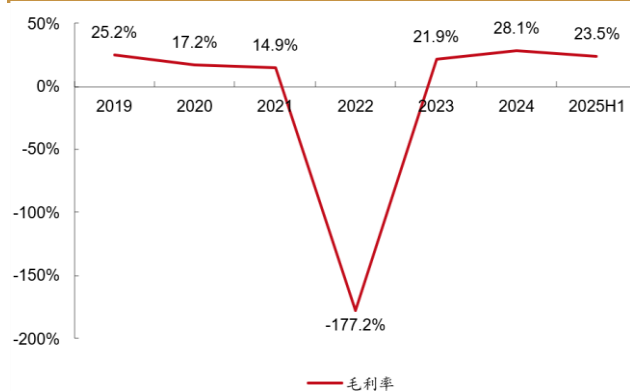
LNG 业务重回正轨，毛利率均值在 20-25%左右；空分装置业务收入高增。2022 年，公司实施控制权变更后，围绕实现高质量发展，主动推进业务结构调整转型，放弃部分高风险项目，LNG 装置业务收入大幅下滑。2023 年后，受益于 LNG 行业高景气，公司业务重回正轨。2025 年上半年，公司空分装置实现收入 1.3 亿元，到达近几年峰值。

图 25：公司 LNG 装置业务收入情况



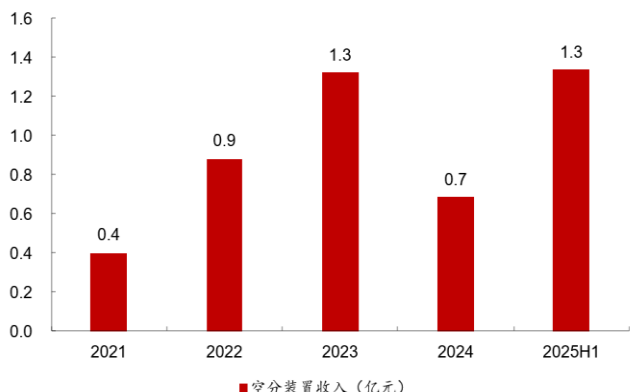
数据来源：Wind，西南证券整理

图 26：公司 LNG 装置业务毛利率情况



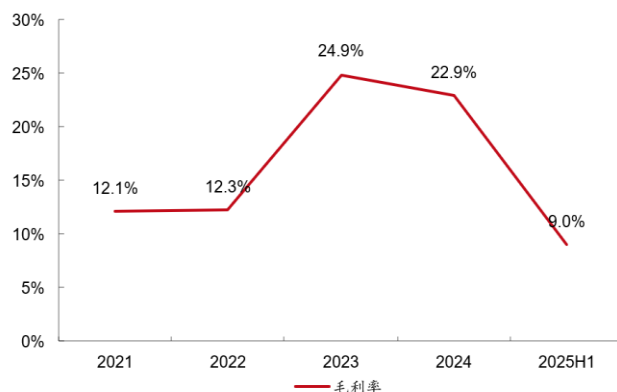
数据来源：Wind，西南证券整理

图 27：公司空分设备业务收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 28：公司空分设备业务毛利率情况



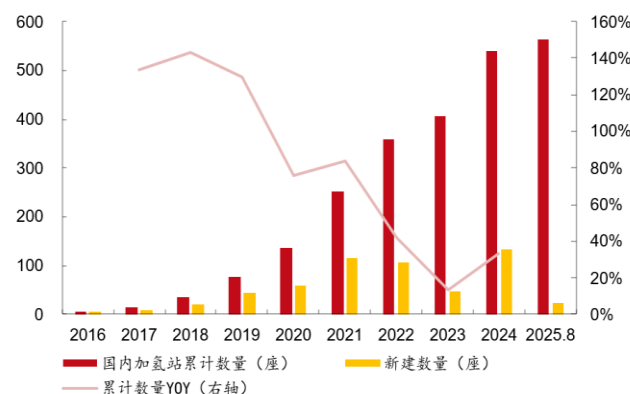
数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 清洁能源积极拓展，氢能业务多元布局

国内氢能行业发展迅速。2024 年，中国氢能全年产量为 3815 万吨，同比增长 3.5%。截至 2024 年底，全球可再生能源制氢项目累计建成产能超 25 万吨/年，中国占比超 50%，已逐步成为全球可再生能源制氢及相关产业发展的引领国家。2015 年前，我国只有北京氢能示范园加氢站、上海安亭加氢站、郑州宇通加氢站等少数几个加氢站。随着国内燃料电池汽车产业加速发展，叠加中央财政补贴大力支持，各地加氢站建设持续增长。截至 2025 年 8 月，国内已建成加氢站 563 座，其中在运营 411 座。

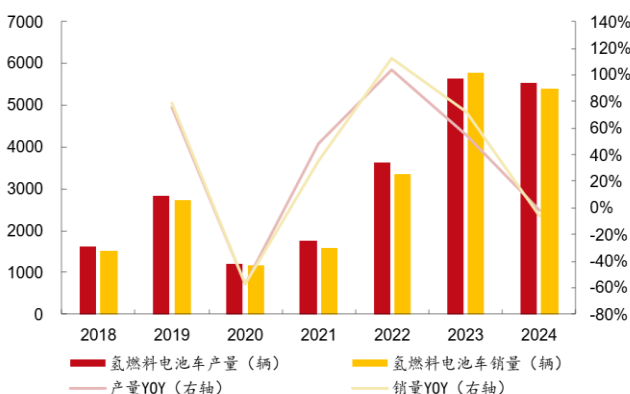
2023 年以来，随着政策支持和技术水平提升，以及加氢站等基础设施的建设不断完善，氢燃料电池汽车以其零排放和高能效而备受关注，全球氢能燃料电池市场正处于快速增长阶段，2024 年，我国氢燃料电池汽车产量已经达到 5548 辆。

图 29：国内加氢站数量激增



数据来源：中国氢能联盟，国际能源网，西南证券整理

图 30：国内氢燃料电池车产销量持续攀升

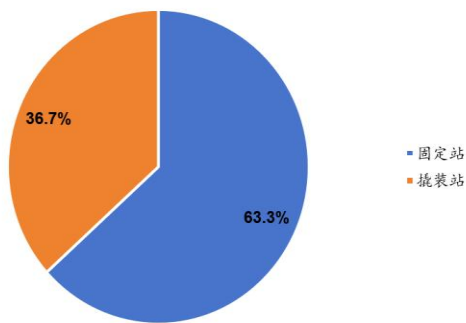


数据来源：中汽协，国际能源网，西南证券整理

我国加氢站以固定式为主。加氢站主要分为固定式与撬装式，固定式加氢站在燃料电池汽车示范推广中因较好的安全性成为主流，而撬装式加氢站因布置灵活、响应迅速、经济性好成为有利补充。截至 2025 年 8 月，国内具备商业运营能力的加氢站共有 411 座，其中固定站 260 座，占比 63.3%，撬装站 151 座。

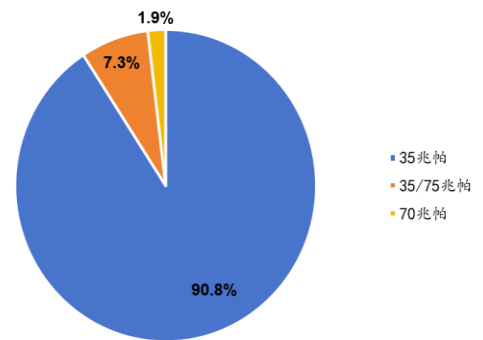
35兆帕加氢站占据主要份额。加氢站的压力等级主要分为 35MPa 和 70MPa 两种，国内大部分加氢站由于现有压缩机和储氢瓶技术发展的限制，普遍采用 35MPa 的氢气压力标准。根据氢界数据，截至 2025 年 8 月，具备商业运营能力的加氢站共有 411 座，其中 35 兆帕有 373 座，占比为 90.8%，70 兆帕有 8 座，占比 1.9%。

图 31：我国加氢站以固定式为主



数据来源：中国氢能联盟，西南证券整理

图 32：35 兆帕加氢站占据主要份额

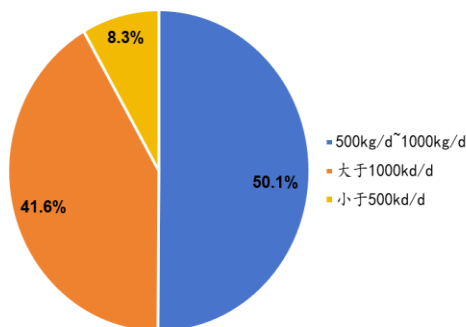


数据来源：中国氢能联盟，西南证券整理

加氢站逐渐向大型化发展。从新建加氢站加注量来看，我国加氢站在朝着大吨位站发展，1000kg/d 加氢站逐渐成为建设主流，≤500kg/d 的占比进一步减少，同时 1000kg/d 到 2000kg/d 的加氢站占比增加。我国早期加氢站以乘用车路线为主，加注量以 200kg/d 到 500/1000kg/d 为主，加氢站类型主要以综合能源站（在原有的加油站基础上新增加氢功能）为主。但随着燃料电池商用车持续发展，加注量走高成必然趋势。一辆 49 吨的氢能重卡，耗氢量约在 8.5-10 公斤/百公里；而一辆乘用车，耗氢量则在不到 1 公斤/百公里。

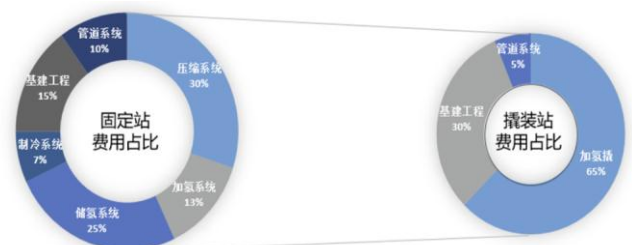
2030 年前新增加氢站对应设备空间约为 67.5 亿元。固定式加氢站 500kg/d 固定式加氢站建设费用约 1000 万元，1000kg/d 固定式加氢站建设费用约 2000 万元，500kg/d 撬装加氢站建设费用约 500 万元。从投资成本占比来看，固定站设备主要包括压缩系统、加氢系统、储氢系统、制冷系统，合计占比 75%；撬装站中加氢撬成本占比为 65%。按照 2030 年前建成 1000 座加氢站计算，还剩余约 450 座，如剩余加氢站均按照 1000kg/d 固定站考虑，2030 年前新增加氢站对应设备空间约为 67.5 亿元。

图 33：国内具备商业运营能力加氢站供给能力分布



数据来源：中国氢能联盟，西南证券整理

图 34：固定站及撬装站加氢站成本构成



数据来源：上海氢能利用工程技术研究中心，西南证券整理

公司在氢能产业全链条均有布局。上游环节，公司具备焦炉尾气制氢及提纯装置技术储备，建设有河北富越化工有限公司 1200000Nm³/d 焦炉煤气制氢项目。中游环节，公司与成都武侯资本集团合资设立四川蜀道致新能源科技有限公司，积极推进城市加氢站项目布局。参与“成渝氢走廊”加氢网络建设，布局制氢（液化）加氢一体化等项目。下游环节，2024 年 8 月，蜀道装备与中国重汽集团成都王牌商用车有限公司签署《合作框架协议》，拟在氢能商用车业务板块进行深度合作。

图 35：河北富越化工有限公司 1200000Nm³/d 焦炉煤气制氢



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 36：公司自主研发 CH35-500 型加氢撬



数据来源：公司官网，西南证券整理

依托蜀道集团资源和背景，积极拓展氢能业务。从蜀道集团内部来看，拥有丰富的清洁能源资源和下游多元化应用场景优势，集团氢能产业链需求已涵盖制氢装备、氢气分离与提纯、氢气液化装置、液氢储罐、液氢钢瓶、加氢站设备、燃料电池及核心材料、分布式氢能发电、水风光氢储一体化多能互补等方面，已基本具备打造氢能“制、储、运、加、用”全产业链发展格局条件。2025 年上半年，公司配合蜀道集团完成《氢能铁路示范应用项目建议书》编制，配合蜀道集团编制并参与交通部国家重点研发专项《面向铁路的自洽氢能系统一体化集成与多能流协同运行技术》的申报，依托蜀道集团产业资源，积极探索布局氢能多元化应用，推动加氢基础设施的规划和项目实施，布局制氢（液化）加一体化等项目。2024 年 3 月，公司氢能工程技术研发中心在成都揭牌成立，成为蜀道集团氢能产业发展牵头单位，加速氢能技术商业化进程。

与丰田汽车设立合资公司，进入氢燃料电池领域。2024 年 11 月，蜀道装备与蜀道集团、日本丰田、丰田汽车（中国）合作开展氢能业务，签署《氢能产业合作协议》。2025 年 7 月，蜀道丰田氢能（四川）有限公司成立，预计在年内投产运营，运用 TPS 丰田生产方式打造本土化生产体系。合资公司主要从事氢燃料电池相关生产、销售及售后业务，未来将积极推广产品的市场应用，力争通过将合资公司打造成为丰田在西南地区的氢能产业基地。

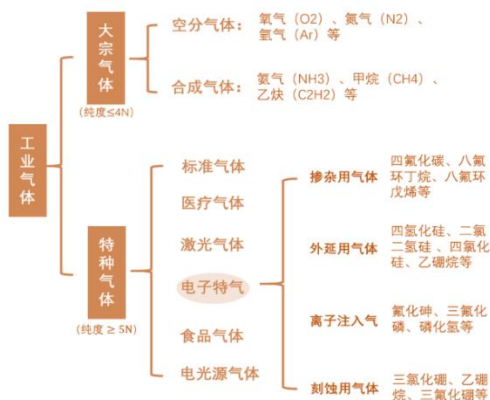
3 工业气体应用场景广阔，内生外延迅速拓展

3.1 工业气体：下游需求旺盛，国产替代空间广阔

工业气体指用于工业生产制造的气体，根据应用领域不同，可分为大宗气体和特种气体。大宗气体指纯度要求低于 5N，产品产销量大的工业气体，占比约为 80%，根据制备方式不同可分为空分气体和合成气体。特种气体指被应用于特定领域，对纯度、品种、性质有特殊要求的工业气体；根据应用领域不同可分为标准气体、医疗气体、激光气体、食品气体、电光源气体以及电子气体。

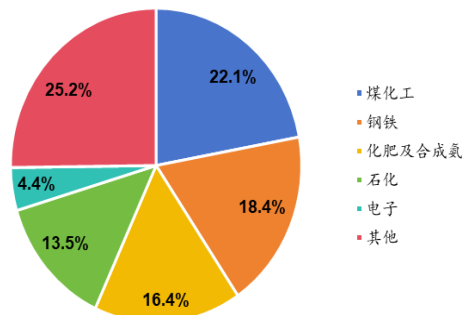
我国工业气体行业下游应用领域主要包括煤化工、钢铁、化肥、石化、电子等领域。2021 年，煤化工应用占比为 22.1%，钢铁行业占比 18.4%，而电子工业、食品加工、航天航空、医疗、环保等领域占比较低，但市场发展潜力大，逐渐成为行业增长点。

图 37：工业气体分类



数据来源：亿渡数据，西南证券整理

图 38：2021 年，我国工业气体行业下游应用领域

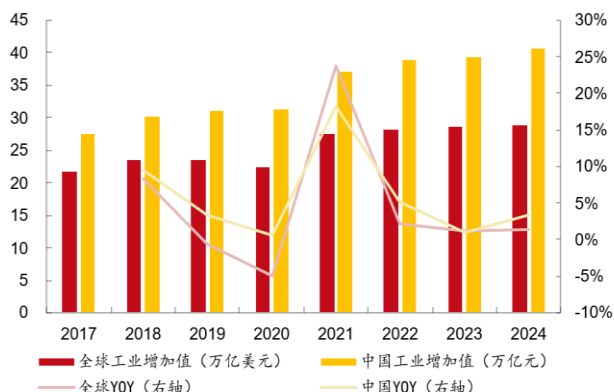


数据来源：观研天下，西南证券整理

我国制造业总体规模连续 15 年位列全球第一。2020-2024 年，我国全部工业增加值从 31.3 万亿元增长至 40.5 万亿元，制造业增加值从 26.6 万亿元增长至 33.6 万亿元，“十四五”期间制造业增加值增量预计达到 8 万亿元，对全球制造业增长贡献率超过 30%。

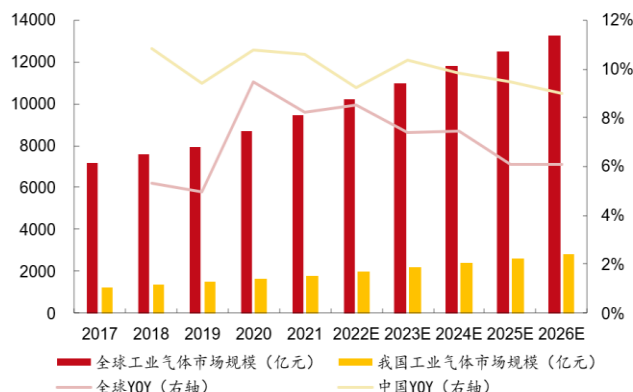
国内工业气体市场增速高于全球市场。2017-2021 年，全球工业气体市场规模从 7202 亿元增长至 9432 亿元，CAGR 为 6.0%。在全球经济稳步增长，工业发展稳定的环境下，全球工业气体市场将持续稳定增长，预计到 2026 年市场规模将达到 13299 亿元，2021-2026 年复合增长率为 7.3%。中国工业气体行起步较晚，但在国家政策推动、外资引入、高新技术发展等因素影响下发展迅速。中国工业气体行业市场规模由 2017 年的 1211 亿元增长至 2021 年的 1798 亿元，CAGR 为 10.7%。未来随着工业快速发展、国家政策推动和以电子特种气体为代表的新兴用气需求爆发，中国工业气体市场将继续保持增长，预计到 2026 年中国工业气体行业的市场规模将达到 2842 亿元，2021-2026 年复合增长率为 9.8%。

图 39：2017-2024 年，全球及中国工业增加值



数据来源：世界银行，Wind，西南证券整理

图 40：2017-2026 年，全球及中国工业气体市场规模



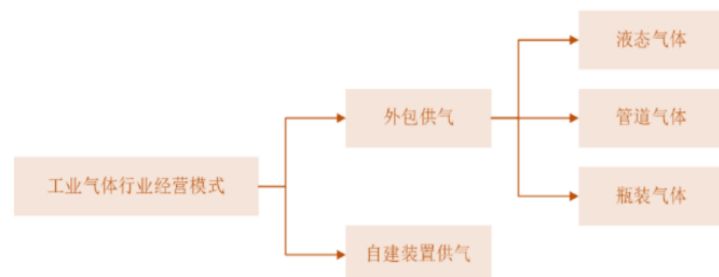
数据来源：亿渡数据，西南证券整理

根据供应模式不同，工业气体行业的经营模式可以分为自建装置供气和外包供气两种，而外包供气又分为液态气体、管道气体和瓶装气体三种供气模式。2021 年，我国工业气体外包供应占比不到 60%，与成熟市场的第三方气体供应（占比 80%）相比提升空间较大。

自建装置供气：通常指下游企业自行购买并运营空分设备，以满足自身用气需求。在中国空分气体市场发展初期，国内大部分终端用户，尤其是国有大型钢铁及化工企业都是通过自行建造和安装空气分离装置进行生产以满足用气需求。

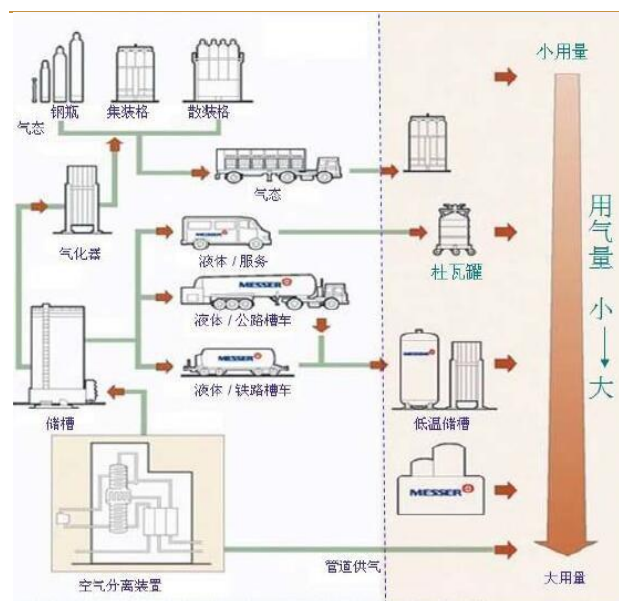
外包供气：是下游企业基于成本和专业化工分工的考虑，将非主业的供气业务外包给专业气体供应商，由其向客户提供全方位用气服务的经营模式。由于自建装置前期投入较大，且对运营和管理能力要求较高，出于降低成本、集中精力发展主业的考虑，更多国内企业选择将气体供应业务外包，外包供气模式成为行业主流模式。

图 41：工业气体行业经营模式



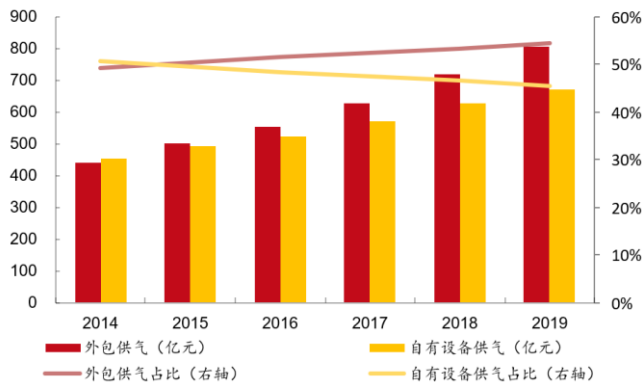
数据来源：观研天下，西南证券整理

图 42：外包供气流程图



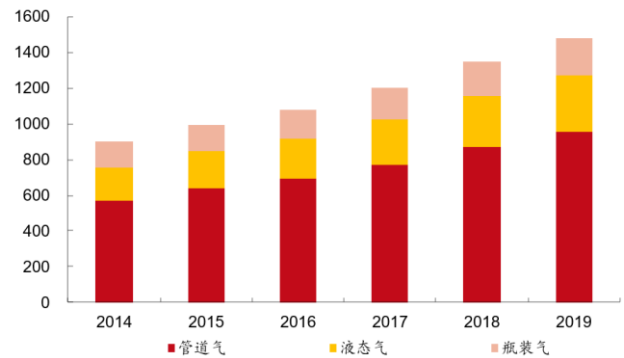
数据来源：中为咨询，西南证券整理

图 43：我国按拥有权划分工业气体市场规模



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

图 44：工业气体供应模式结构（亿元）



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

表 3：工业气体的销售途径

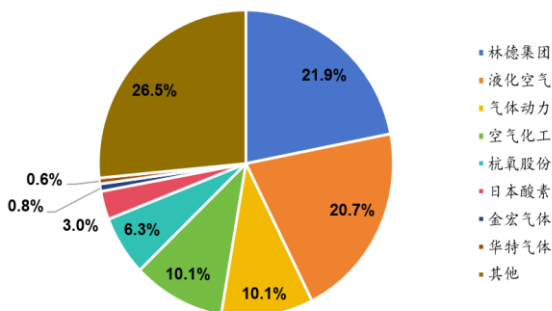
供气模式		状态	客户群体	运输半径	合同期	简介	下游领域
现场制气		气态	大规模用气需要的客户	不受运输半径限制	10-20 年	在客户现场建立气体生产装置，通过管道直接向单一客户或工业园区供应工业气体	化工、炼油、电子、金属冶炼加工
零售气体	储罐供气	液态	中等客户	200km 左右	3-5 年	生产、分装后，通过包装容器和车辆运送，将低温液态产品储存在客户的储罐中	电子、化工、机械、塑料、食品饮料、医疗
	瓶装供气	气态	小批量用户	大宗气体 50km；特种气体不受限制	1-3 年	生产气体后，经充装等工艺生产瓶装气，再销售给下游客户	行业不限

数据来源：观研天下，西南证券整理

海外巨头占据主要市场份额。20 世纪 90 年代起，以林德、美国空气化工、法液空、普莱克斯（后被林德并购）和梅塞尔为代表的国际综合性气体供应商纷纷进入中国，抢占国内市场。国外厂商凭借资金实力、品牌效应和管理运营经验快速扩张，在管道气等现场制气市场尤其是大型高端现场制气项目中占有较大优势。2021 年，国外企业林德集团、液化空气、空气化工、日本酸素市场份额为 55.7%。

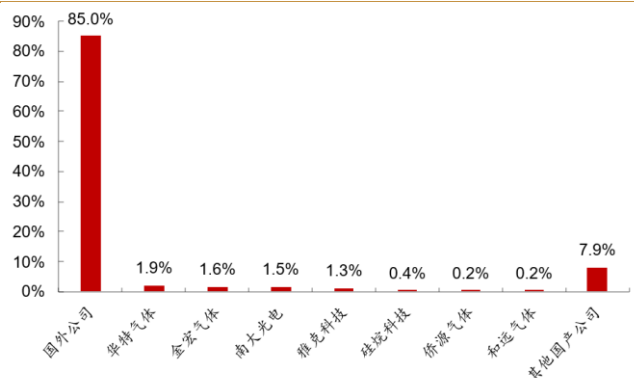
随着国内工业气体市场规模不断增长，以及技术工艺的不断成熟，近年来国内专业气体服务商不断加快市场开拓速度，竞争实力稳步提升。2021 年，气体动力、杭氧股份、金宏气体、华特气体在国内市场份额分别为 10.1%、6.3%、0.8%、0.6%。

图 45：2021 年，中国工业气体市场竞争格局



数据来源：亿渡数据，西南证券整理

图 46：2020 年，中国特种气体市场份额占比

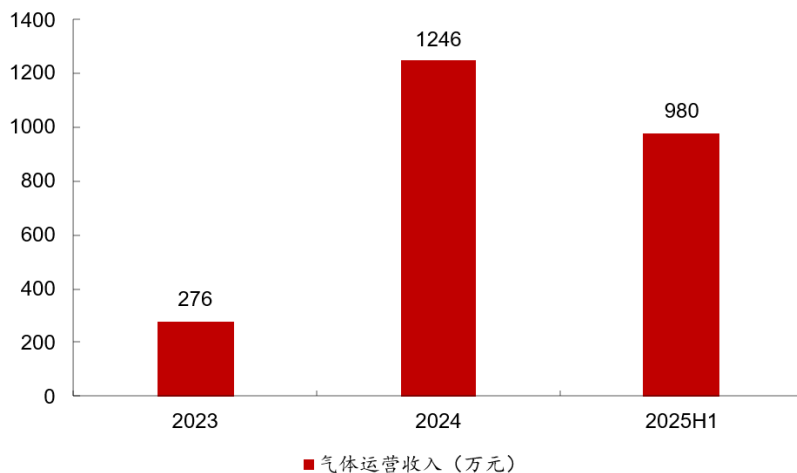


数据来源：亿渡数据，西南证券整理

3.2 自主投资+产业并购，加快推进气体业务投资布局

战略定位清晰，气体运营收入快速增长。公司加大投资并购推进力度，发挥上市公司平台优势，积极通过自主投资和产业并购，加快向下游气体投资运营领域延伸发展。2023年、2024年及2025年上半年，公司气体及天然气运营业务收入分别为276、1246、980万元，收入规模实现高速增长。

图 47：公司气体收入规模快速增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司依托在天然气、液体空分的深冷技术优势，积极拓展气体投资运营，自主建设项目陆续落地。

内蒙古 LNG-BOG 提氮项目顺利投产。2023 年 10 月，公司依托内蒙古雅海能源公司 300 万方/日天然气液化项目，自行投建的 LNG-BOG 闪蒸汽提氮装置已投产运营，设计氮气年产能 55 万方，抢占国产氮气市场先机，解决中国氮气“卡脖子”的重大战略问题。**高原氧设备产品类实现突破。**2025 年上半年，公司承建阿坝县首个光伏制氧项目—莲宝叶则高原酒店供氧系统，创新采用“集中制氧+智慧供氧”系统解决方案，构建起海拔 3300 米的生命健康保障体系。

工业气体供气服务合同落地，加强蜀道集团内部产业协同。2023 年 5 月，公司与蜀能矿产（蜀道交通服务集团关联方）签署《8000Nm³/h 高纯氮气供气服务合同》，为其乐山 5 万吨磷酸铁锂项目配套建设一套 KDN-8000 制氮装置（含液氮备份系统），合同金额 560.18 万元/年（含税），合同有效期共 10 年。从公司控股股东方蜀道集团内部产业协同来看，蜀道集团内部矿产及新材料板块业务发展态势向好，矿产深加工、锂电材料等生产均有工业气体配套需求，道路交通基础设施建设施工等具有天然气配套需求，促进公司融入集团产业协同发展。公司积极与蜀道集团内部单位开展氧、氮、二氧化碳、高纯氮等工业气体及制氧设备产品的合作。

图 48：内蒙古 LNG-BOG 提氮项目



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 49：公司承建阿坝县首个光伏制氧项目



数据来源：公司官网，西南证券整理

深度挖掘产业并购机会，通过资本运作收购生产能力强、发展潜力大、经营风险小的空分气体运营公司。截至 2025 年上半年，公司参股佛山市高明合顺气体有限公司、靖江圣立气体有限公司。1) 佛山市高明合顺气体创建于 2004 年，生产氧、氮、氩系列多种规格的气体 and 液态气体，食品添加剂氮气，医用氧；提供氧、氮、氩、二氧化碳系列多种规格的气体 and 液态气体以及为用户提供氦、氖、氪、氙等稀有气体、特种气体，电子气体、医用气体；年产 99.8% 的液氧 45000 吨，99.999% 的高纯液氮 49000 吨，液氩 1850 吨。2) 靖江圣立气体成立于 2009 年，主营业务涵盖移动式压力容器充装、危险化学品经营以及食品添加剂氮气生产等领域。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) LNG 装置：根据国家能源局，2024 年我国天然气产量 2464 亿立方米，连续八年增产百亿立方米，中国天然气表观消费量 4260.5 亿立方米，同比增长 8%。公司是国内 LNG 装备领军企业，具备日处理 1000 万方天然气（煤层气、焦炉煤气）液化装置的设计和制造能力。行业景气背景下，公司有望持续受益。预计 2025-2027 年 LNG 装置业务营收同比增长 6.0%、10.0%、10.0%，毛利率分别为 25.0%、25.0%、25.0%。

2) 空分装置：根据中国通用机械工业协会，2023 年，中国空分设备市场规模为 416 亿元，根据中商产业研究院预测，2025 年市场规模有望达到 533 亿元，行业规模持续增长。预计 2025-2027 年空分装置业务营收同比增长 12.0%、10.0%、10.0%，毛利率分别为 23.0%、24.0%、25.0%。

3) 气体运营：公司遵循气体巨头发展模式，积极布局气体运营方向，深度挖掘产业并购和项目投资机会，通过资本运作收购生产能力强、发展潜力大、经营风险小的空分气体运营公司，大力挖掘落地气体直投项目机会，实现气体业务规模化运作。预计 2025-2027 年气体运营业务营收同比增长 50.0%、200.0%、200.0%，毛利率分别为 15.0%、18.0%、20.0%。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
LNG 装置	收入	612.39	649.13	714.05	785.45
	增速	24.38%	6.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	28.07%	25.00%	25.00%	25.00%
空分装置	收入	68.36	76.56	84.22	92.64
	增速	-48.25%	12.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	22.90%	23.00%	24.00%	25.00%
气体运营	收入	12.46	18.69	56.07	168.22
	增速	351.51%	50.00%	200.00%	200.00%
	毛利率	6.35%	15.00%	18.00%	20.00%
储罐及储备站	收入	124.43	149.31	171.71	192.32
	增速	602.76%	20.00%	15.00%	12.00%
	毛利率	11.75%	12.00%	12.00%	12.00%
综合能源站	收入	21.21	31.82	38.18	43.91
	增速	83.08%	50.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	18.85%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	收入	22.66	23.79	24.98	26.23
	增速	91.25%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	65.84%	65.00%	65.00%	65.00%
合计	收入	861.51	949.31	1089.21	1308.77
	增速	28.9%	10.19%	14.74%	20.16%
	毛利率	25.8%	23.43%	23.25%	23.08%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取 5 家主营业务类似公司作为估值参考，分别为金宏气体、东方精工、兰石重装、石化机械、华特气体。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.8 亿元、0.9 亿元、1.1 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 16%。公司是国内深冷技术领军企业，同时是蜀道集团氢能产业发展牵头单位，依托集团背景及资源，氢能业务、气体运营等多元业务有望快速拓展，给予公司 2025 年 65 倍目标 PE，对应目标价 22.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
688106.SH	金宏气体	20.10	0.42	0.48	0.67	0.85	48.14	42.05	30.10	23.61
002611.SZ	东方精工	17.26	0.41	0.62	0.75	0.92	42.04	27.83	22.95	18.84
603169.SH	兰石重装	7.97	0.12	0.15	0.21	0.24	66.64	52.75	37.90	32.69
000852.SZ	石化机械	6.38	0.10	0.17	0.22	0.28	62.98	37.53	28.58	23.06
688268.SH	华特气体	62.98	1.53	1.78	2.15	2.75	41.03	35.44	29.26	22.87

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
平均值							52.17	39.12	29.76	24.21
300540.SZ	蜀道装备	18.51	0.32	0.35	0.41	0.49	58.72	52.70	45.32	37.51

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

行业竞争加剧、新业务拓展不及预期、下游需求不及预期等风险

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	861.51	949.31	1089.21	1308.77	净利润	72.41	80.63	93.76	113.29
营业成本	639.62	726.87	835.92	1006.69	折旧与摊销	11.81	12.56	12.56	12.56
营业税金及附加	6.52	6.65	7.62	9.16	财务费用	-5.64	-4.98	-5.56	-6.09
销售费用	13.24	14.24	15.79	18.32	资产减值损失	-27.77	15.00	15.00	15.00
管理费用	115.35	141.45	155.76	179.30	经营营运资本变动	347.21	-277.16	1.49	-124.31
财务费用	-5.64	-4.98	-5.56	-6.09	其他	-107.83	122.48	-77.00	30.76
资产减值损失	-27.77	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	290.20	-51.48	40.25	41.21
投资收益	33.80	30.00	30.00	30.00	资本支出	-1.35	-3000.00	-3000.00	-3000.00
公允价值变动损益	-0.04	0.00	0.00	0.00	其他	-7.11	295.84	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	10.00	10.00	10.00	投资活动现金流净额	-8.46	-2704.16	-2970.00	-2970.00
营业利润	81.50	90.09	104.68	126.38	短期借款	-11.88	2434.54	2954.31	2963.40
其他非经营损益	-0.29	-0.50	-0.50	-0.50	长期借款	26.75	0.00	0.00	0.00
利润总额	81.20	89.59	104.18	125.88	股权融资	14.41	0.00	0.00	0.00
所得税	8.79	8.96	10.42	12.59	支付股利	0.00	-14.47	-16.13	-18.75
净利润	72.41	80.63	93.76	113.29	其他	31.04	-49.43	5.56	6.09
少数股东损益	0.04	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	60.32	2370.64	2943.74	2950.74
归属母公司股东净利润	72.37	80.63	93.76	113.29	现金流量净额	342.81	-385.00	13.99	21.96
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	479.93	94.93	108.92	130.88	成长能力				
应收和预付款项	362.29	629.55	645.04	776.06	销售收入增长率	28.90%	10.19%	14.74%	20.16%
存货	280.09	329.76	399.47	471.53	营业利润增长率	163.92%	10.55%	16.19%	20.73%
其他流动资产	605.69	24.71	28.35	34.06	净利润增长率	120.95%	11.36%	16.28%	20.83%
长期股权投资	0.12	0.12	0.12	0.12	EBITDA 增长率	166.88%	11.39%	14.35%	18.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	175.86	3165.63	6155.41	9145.18	毛利率	25.76%	23.43%	23.25%	23.08%
无形资产和开发支出	15.54	13.30	11.06	8.82	三费率	14.27%	15.88%	15.24%	14.63%
其他非流动资产	181.31	181.22	181.13	181.03	净利率	8.41%	8.49%	8.61%	8.66%
资产总计	2100.83	4439.22	7529.49	10747.68	ROE	6.47%	6.93%	7.55%	8.48%
短期借款	83.93	2518.48	5472.78	8436.18	ROA	3.45%	1.82%	1.25%	1.05%
应付和预收款项	463.23	561.12	606.04	745.30	ROIC	10.92%	3.77%	1.75%	1.33%
长期借款	82.40	82.40	82.40	82.40	EBITDA/销售收入	10.18%	10.29%	10.25%	10.15%
其他负债	351.51	113.67	127.08	148.06	营运能力				
负债合计	981.06	3275.67	6288.30	9411.95	总资产周转率	0.45	0.29	0.18	0.14
股本	165.38	229.56	229.56	229.56	固定资产周转率	5.06	5.56	6.79	8.71
资本公积	844.61	780.43	780.43	780.43	应收账款周转率	1.87	1.71	1.50	1.64
留存收益	107.29	173.45	251.09	345.63	存货周转率	2.35	2.22	2.23	2.28
归属母公司股东权益	1094.73	1138.52	1216.15	1310.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	123.20%	—	—	—
少数股东权益	25.04	25.04	25.04	25.04	资本结构				
股东权益合计	1119.77	1163.55	1241.19	1335.73	资产负债率	46.70%	73.79%	83.52%	87.57%
负债和股东权益合计	2100.83	4439.22	7529.49	10747.68	带息债务/总负债	16.95%	79.40%	88.34%	90.51%
					流动比率	1.98	0.34	0.19	0.15
					速动比率	1.66	0.24	0.13	0.10
					股利支付率	0.00%	17.95%	17.20%	16.55%
					每股指标				
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股收益	0.32	0.35	0.41	0.49
EBITDA	87.67	97.67	111.68	132.85	每股净资产	4.77	4.96	5.30	5.71
PE	58.72	52.70	45.32	37.51	每股经营现金	1.26	-0.22	0.18	0.18
PB	3.88	3.73	3.49	3.24	每股股利	0.00	0.06	0.07	0.08
PS	4.93	4.48	3.90	3.25					
EV/EBITDA	29.65	67.32	85.20	93.77					
股息率	0.00%	0.34%	0.38%	0.44%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

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

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

重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本报告

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

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn