

利柏特 (605167.SH)

化工模块龙头拓核辟新，卡位核电模块建造趋势

化工模块制造龙头，盈利质量优异。公司主营化工大型模块制造及 EPFCO 工程服务，下游围绕精细化工领域，积累巴斯夫、英威达、科思创等多家优质业主资源。2022 年受益核心客户加大在华产能投资，公司新签合同额大幅增长（公告大单总额 42 亿元），带动 2023-2024 年营收业绩快速扩张，2025Q1-3 在高基数上有所回落（同降 23%/11%）。从盈利指标看，受益巴斯夫等大型项目结算，公司毛利率近年来持续提升，ROE 显著优于同业，2020-2024 年净现比均值 179%，盈利质量优异。

工业模块化渗透率持续提升，化工主业需求稳健。工业模块化建造系“装配式”在工业领域的运用，对比传统安装方式在成本控制、施工效率、后端运营等方面具备显著优势。模块化技术最早应用于 FPSO（海洋油气开发），后逐步延伸至化工、矿业等领域。公司自 2011 年起承接化工大型装置工业模块设计和制造业务，2018 年落地巴斯夫全球首套模块化化工装置（预制率达 90%），2023 年建成英威达聚合物三期扩建项目（项目合计共 63 组工业模块）。依托标杆性项目及领先模块建造技术，公司与多家跨国化工龙头建立稳定合作关系，近年来受宏观环境影响，部分业主资本开支虽有所收缩，但总体仍维持较大体量，叠加模块化渗透率持续提升，有望为公司主业提供稳定订单来源。

转债募资 7.5 亿投建南通基地，切入核电打造新增长点。2025 年 7 月公司发布转债募集说明书，拟募资 7.5 亿元投向南通利柏特建设（项目总投资 13 亿元），该基地占地面积 48.8 万平，投产后有望大幅扩充大型模块制造产能，预测达产后总产值 21 亿元、净利润 2.1 亿元。考虑场地通用性及各领域下游需求景气度，**预计南通基地大部分场地将用于开拓核电模块业务：**1）从需求端看，核电作为稳定可靠的低碳基荷电源，未来发电量占比仍有较大提升空间。2022 年起我国核电核准数量明显回暖，逐渐稳定在每年 10 台机组左右，行业扩张信号明确，按照年均推动 8 台机组建设测算，年均有望拉动约 1600 亿投资。2）从建造方式看，模块化可大幅缩短核电站土建周期，同时减少现场资源投入密度，目前已在“国和一号”、“华龙一号”部分机组中实现“从 1”突破，后续渗透率预计大幅提升，市场空间广阔。

测算核电模块业务有望贡献 4.6 亿增量业绩。2025 年 3 月公司中标中广核宁德二期模块工程（柴油机房 5BDA 综合模块等），合同额 2.3 亿元，显示公司模块产品已顺利进入中广核供应链体系，未来有望获取更多来自中广核核电模块订单。截至 2025 年 12 月，中广核在建核电机组共 20 台，2026-2027 年平均约有 6.5 台机组处于土建施工环节，按照 40 亿元单机组年均土建价值量对应 260 亿元土建需求。假设土建模块化占比 50%、公司市占率 35%，对应增量模块化收入 46 亿元、业绩 4.6 亿元（参考转债测算给予 10%净利率），业务成长性优异。

投资建议：我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.20/2.46/3.56 亿元，同比-8%/+12%/+44%，对应 EPS 分别为 0.49/0.55/0.79 元/股，当前股价对应 PE 分别为 28/25/17 倍，后续核电业务突破有望贡献显著业绩增量，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：化工资本开支大幅收缩风险、核电模块化业务不及预期、测算存在误差风险等。

买入（首次）

股票信息

行业	专业工程
12 月 26 日收盘价 (元)	13.73
总市值 (百万元)	6,165.73
总股本 (百万股)	449.07
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	11.62

股价走势



作者

分析师 何亚轩
执业证书编号：S0680518030004
邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 李枫婷
执业证书编号：S0680524060001
邮箱：lifengting3@gszq.com

相关研究

- 《利柏特 (605167.SH)：Q3 营收业绩延续高增，充裕订单保障盈利增长》 2023-10-27
- 《利柏特 (605167.SH)：Q2 业绩延续超预期高增，全年盈利有望持续放量》 2023-07-11
- 《利柏特 (605167.SH)：Q1 盈利高增 169%，全年盈利持续放量可期》 2023-04-26

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,242	3,493	2,819	3,080	3,832
增长率 yoy (%)	88.4	7.7	-19.3	9.3	24.4
归母净利润 (百万元)	190	240	220	246	356
增长率 yoy (%)	38.7	26.5	-8.3	11.8	44.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.42	0.54	0.49	0.55	0.79
净资产收益率 (%)	11.7	13.1	10.9	11.1	14.3
P/E (倍)	32.4	25.6	28.0	25.0	17.3
P/B (倍)	3.8	3.4	3.1	2.8	2.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 12 月 26 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1704	1939	2488	2441	3127
现金	506	810	1232	1044	1430
应收票据及应收账款	365	469	323	569	612
其他应收款	4	82	10	10	14
预付账款	202	61	224	206	260
存货	181	138	229	216	283
其他流动资产	447	380	471	396	527
非流动资产	1230	1422	1703	1877	1834
长期投资	2	2	5	7	9
固定资产	975	933	1179	1368	1434
无形资产	178	227	218	209	201
其他非流动资产	76	260	300	292	191
资产总计	2935	3361	4191	4318	4961
流动负债	1157	1318	1280	1272	1674
短期借款	0	40	40	40	35
应付票据及应付账款	684	962	662	702	885
其他流动负债	473	316	579	531	754
非流动负债	147	205	895	835	795
长期借款	133	184	124	64	24
其他非流动负债	14	22	772	772	772
负债合计	1303	1523	2176	2107	2469
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	449	449	449	449	449
资本公积	414	426	426	426	426
留存收益	784	1006	1183	1378	1660
归属母公司股东权益	1631	1837	2015	2210	2492
负债和股东权益	2935	3361	4191	4318	4961

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	351	415	169	247	630
净利润	190	240	220	246	356
折旧摊销	56	67	98	128	147
财务费用	-2	4	11	17	16
投资损失	6	0	4	5	5
营运资金变动	99	89	-162	-146	110
其他经营现金流	1	13	-3	-3	-4
投资活动现金流	-405	-119	-384	-307	-108
资本支出	-134	-232	-400	-300	-101
长期投资	-274	190	-3	-2	-2
其他投资现金流	3	-77	19	-5	-5
筹资活动现金流	3	7	634	-128	-135
短期借款	0	40	0	0	-5
长期借款	13	51	-60	-60	-40
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-10	11	0	0	0
其他筹资现金流	1	-95	694	-68	-90
现金净增加额	-50	303	422	-188	386

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3242	3493	2819	3080	3832
营业成本	2771	2931	2346	2561	3128
营业税金及附加	40	17	24	25	31
营业费用	19	21	17	18	23
管理费用	143	149	132	142	172
研发费用	47	78	42	41	50
财务费用	-6	3	-1	2	3
资产减值损失	1	-8	1	1	1
其他收益	11	18	12	13	16
公允价值变动收益	3	-2	3	0	2
投资净收益	-6	0	-4	-5	-5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	233	296	272	302	440
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	1
利润总额	232	296	272	302	439
所得税	42	56	51	56	83
净利润	190	240	220	246	356
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	190	240	220	246	356
EBITDA	284	372	369	432	589
EPS (元/股)	0.42	0.54	0.49	0.55	0.79

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	88.4	7.7	-19.3	9.3	24.4
营业利润(%)	30.9	27.1	-8.2	11.2	45.5
归属母公司净利润(%)	38.7	26.5	-8.3	11.8	44.3
获利能力					
毛利率(%)	14.5	16.1	16.8	16.9	18.4
净利率(%)	5.9	6.9	7.8	8.0	9.3
ROE(%)	11.7	13.1	10.9	11.1	14.3
ROIC(%)	10.4	11.9	7.5	8.0	10.8
偿债能力					
资产负债率(%)	44.4	45.3	51.9	48.8	49.8
净负债比率(%)	-21.1	-30.7	-14.7	-7.6	-24.1
流动比率	1.5	1.5	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	11.1	9.4	8.2	7.8	7.3
应付账款周转率	5.8	4.6	3.6	4.4	4.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.54	0.49	0.55	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.92	0.38	0.55	1.40
每股净资产(最新摊薄)	3.63	4.09	4.49	4.92	5.55
估值比率					
P/E	32.4	25.6	28.0	25.0	17.3
P/B	3.8	3.4	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	13.8	10.1	15.9	13.9	9.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 12 月 26 日收盘价

内容目录

1. 化工模块制造龙头，盈利质量优异	5
1.1. 布局化工 EPFCO 全产业链，股东实力雄厚	5
1.2. 受益核心客户对华投资增加，近年来公司营收业绩快速增长	7
1.3. 盈利能力领先同业，现金流持续优异	8
2. 工业模块化渗透率持续提升，主业成长空间广阔	11
2.1. 模块化建造优势显著，应用领域持续拓宽	11
2.2. 落地多个标杆性大型模块工程，技术实力领先	13
3. 转债募资 7.5 亿投建南通基地，切入核电打造新增长点	15
3.1. 南通利柏特基地竣工在即，有望显著扩充大型模块产能	15
3.2. 核电扩张信号明确，年均预计拉动 1600 亿投资	16
3.3. 测算核电模块业务有望贡献 4.6 亿增量业绩	19
4. 盈利预测、估值及投资建议	23
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司业务布局及核心客户	5
图表 2: 公司主要工业模块产品	5
图表 3: 公司股权结构 (截至 2025Q3 末)	6
图表 4: 2017-2025H1 营收结构 (分业务)	6
图表 5: 2017-2025H1 营收结构 (分区域)	6
图表 6: 公司核心客户在华投资规划	7
图表 7: 公司公告重大订单及每年收入确认情况 (单位: 亿元)	8
图表 8: 公司营业总收入及同比增速	8
图表 9: 公司归母净利润及同比增速	8
图表 10: 公司综合及分业务毛利率	9
图表 11: 公司毛利率同业可比	9
图表 12: 公司期间费用率及各分项 (单位: %)	9
图表 13: 公司期间费用率同业对比 (单位: %)	9
图表 14: 公司 ROE 杜邦拆解 (单位: 亿元)	10
图表 15: 公司 ROE 同业对比	10
图表 16: 公司经营性净现金流	10
图表 17: 公司净利润现金比率同业对比	10
图表 18: 公司利润拆解表	11
图表 19: 8 台 15 万吨乙烯裂解炉现场制造与模块化制造资源消耗对比	12
图表 20: 海上 FPSO 模块化工程	12
图表 21: 化工领域模块化应用	12
图表 22: 巴斯夫抗氧化剂项目模块吊装	13
图表 23: 巴斯夫抗氧化剂项目预制车间内模块	13
图表 24: 英威达聚合物三期扩建项目大型工业模块在离港运输中	13
图表 25: 2018-2024 年公司前五大客户收入占比	14
图表 26: 2021-2024 年公司主要业主资本开支 (亿人民币)	14
图表 27: 公司产能基地布局	15
图表 28: 南通基地预计投向领域产值预测	15
图表 29: 各国可控核聚变研究进展	16
图表 30: 2012-2024 年核电装机容量及同比增速	17
图表 31: 2009-2024 年核电发电量及占总发电量比例	17
图表 32: 我国核电建设投资完成额	17
图表 33: 我国核电机组核准数量	18
图表 34: 我国核电在运、在建机组数量 (台)	18

图表 35:	世界主要核电国家历年核电发电占比对比	19
图表 36:	2025 年核电模块化应用项目案例 (部分)	19
图表 37:	核电模块化建安一体示意图	20
图表 38:	核电站投资结构拆分	20
图表 39:	核电站建设流程及全国在建核电站进展 (截至 2025 年 12 月)	21
图表 40:	全国已核准待建核电站 (截至 2025 年 12 月)	22
图表 41:	中广核在建核电站未来土建需求测算 (不考虑后续新核准机组)	22
图表 42:	中广核核电模块对公司贡献业绩敏感性测算	23
图表 43:	主营业务拆分预测表	24
图表 44:	可比公司估值表	24

1. 化工模块制造龙头，盈利质量优异

1.1. 布局化工 EPFCO 全产业链，股东实力雄厚

工业模块制造龙头，布局 EPFCO 全产业链。公司以小型模块制造起家，2011 年起开始承接化工大型装置模块建设，当前系国内少数具备大型工业模块设计和制造能力的企业，拥有多项领先模块制造技术，可根据大型装置的工艺要求及业主自身标准规范进行定制化设计。2016 年公司对控股股东旗下业务进行整合，收购利柏特工程及利柏特建设 100% 股权，业务链由“模块设计-制造”拓宽至“设计（E）-采购（P）-模块化（F）-施工（C）-维保（O）”全产业链布局，下游围绕精细化工领域，积累巴斯夫、英威达、科思创等多家优质业主资源，同时逐步将模块建造技术延伸至油气能源、核电、新材料等应用领域，打造新业务增长点。

图表1: 公司业务布局及核心客户



资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 国盛证券研究所

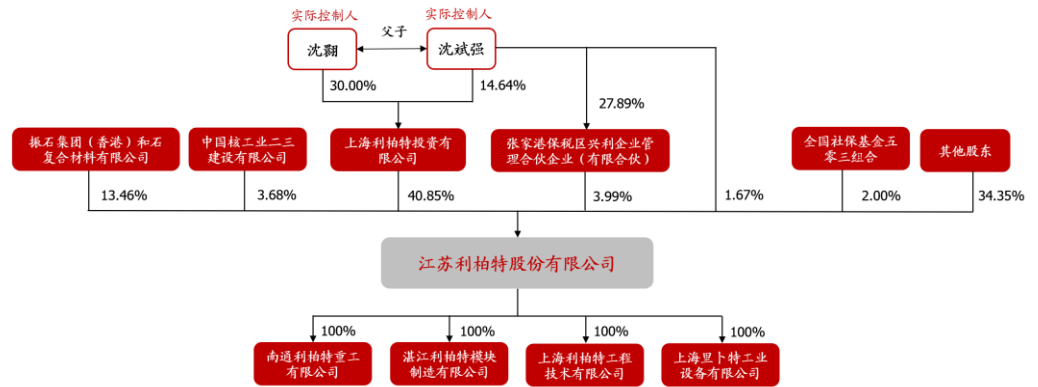
图表2: 公司主要工业模块产品



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

决策权集中于沈氏家族，核心股东具备较强实力。截至 2025Q3 末公司第一大股东为利柏特投资，持股比例达 40.85%，实控人系董事长沈斌强及其子沈翻，沈氏父子通过利柏特投资、兴利合伙及直接控股合计对公司实现 47%控制权，经营决策权基本集中于沈氏家族。公司第二大股东为香港和石，系振石集团旗下子公司，2017 年香港和石接受东侨国际股份转让入股公司，当前持股比例 13.46%；第三大股东（剔除持股平台）中核二三系中国核建旗下全资子公司，为公司发起人之一，因看好公司模块化业务于 2010 年入股，持股比例 3.68%，核心参股股东均具备较强实力。

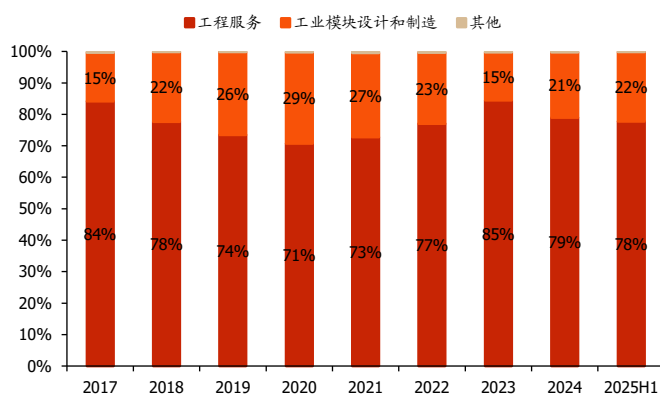
图表3: 公司股权结构 (截至 2025Q3 末)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

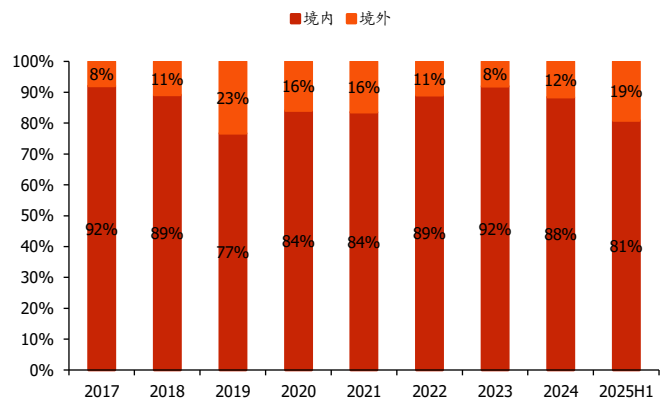
EPFCO 贡献主要收入，模块业务外销占比过半。从公告口径看，公司主营业务分为工程服务 (EPFCO)、模块设计制造两大板块，2024 年收入占比分别为 79%/21%，其中模块业务仅涉及单体模块制造及交付，总承包项目中涉及的模块化环节不计入该业务口径。2025H1 工程服务/模块制造分别实现营收 11.2/3.2 亿元，同降 23%/8%，占比 78%/22%。分区域看，公司 2024 年公司境内/境外收入分别占比 88%/12%，其中海外收入均来自模块出口业务，2024 年模块业务中内销/外销占比分别约 45%/55%。

图表4: 2017-2025H1 营收结构 (分业务)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 2017-2025H1 营收结构 (分区域)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2. 受益核心客户对华投资增加，近年来公司营收业绩快速增长

2022 年起巴斯夫等核心客户加大在华产能投资，带动公司签单额大幅增长。2022 年受俄“断气”影响，欧洲化工龙头为提升原料供应稳定性、降低能源成本，持续加大对华投资，其中：1) 巴斯夫于 2022 年正式批准在广东湛江建设一体化生产基地，规划于 2030 年竣工，累计投资 100 亿欧元；2) 英威达于 2022 年 9 月投资 1500 万美元成立亚太研创中心，同年宣布开工建设尼龙 66 聚合物扩建项目（总投资 17.5 亿元）。此外，液化空气、陶氏化学、科思创等多家化工龙头均披露在华产能投资规划，累计公开投资规划总额达 1669 亿元，带动区域化工模块需求大幅增长（海外化工龙头系公司核心客户，更偏向模块化建造方式）。2022 年公司中标巴斯夫、英威达等多个海外化工龙头大单，公告订单总额 42 亿元，系 2021 年总营收 2 倍。

图表6: 公司核心客户在华投资规划

企业名称	所属国家	在华投资规划	规划投资额	投资额 (亿人民币)	投产时间
巴斯夫	德国	巴斯夫广东湛江一体化基地 (2022 年批准)	100 亿欧元	825.0	2030 年(规划)
英威达	美国	尼龙 66 聚合物扩建项目(2022 年开工)	17.5 亿人民币	17.5	2024 年(已投产)
埃克森美孚	美国	广东省惠州大亚湾乙烯项目 (2020 年开工)	100 亿美元	701.0	2025 年(已投产)
科思创	德国	1) 上海 PUD 和弹性体工厂; 2) 用于聚碳酸酯回收可再生材料共混生产的物理回收(MCR)生产线(2022 年开工)	数千万欧元	8.3	2023/2024 年 (规划)
陶氏化学	美国	1) 湛江特种化学品制造基地(2020 年); 2) 张家港生产基地扩建(2021 年)	5.5 亿美元	38.6	-
液化空气	法国	在张家港工厂建设 1 套世界规模的空分装置 (2021 年)	1 亿欧元	8.3	2023 年(规划)
瓦克化学	德国	南京世界级聚合物综合生产基地扩建 (2020 年)	1 亿美元	7.0	2023 年(已投产)
雅保集团	美国	四川眉山年产 5 万吨 氢氧化锂电池材料项目	9 亿美元	63.1	2024 年(已投产)
核心客户资本开支规划额(亿人民币)				1669	

资料来源: 巴斯夫中国、21 能网、陶氏化学官网、化工新材料、界面新闻、中化新网、发改委、南京市外企协会、南京江北新区、红星新闻、大亚湾发布、百度股市通(汇率), 国盛证券研究所 *注: 科思创数千万欧元按 1 亿欧元估算

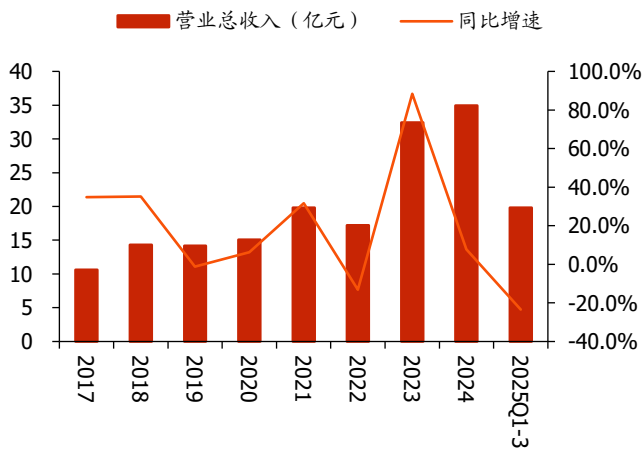
签单增长驱动公司近两年营收业绩快速扩张，Q1-3 在高基数上有所回落。2023 年起公司在手订单逐增转化，营收规模快速扩张，全年实现营收 32.4 亿元，同比高增 88%；实现归母净利润 1.9 亿元，同增 39%。2024 全年公司营收/业绩分别同增 8%/26%，在高基数上延续增长，且业绩增速显著快于收入，主要得益于模块化业务占比提升带动综合毛利率同增 1.5pct。2025Q1-3 公司实现营收 19.8 亿元，同降 23%，主要因 2022 年新签大单执行高峰已过，收入规模在高基数上有所下行；实现归母净利润 1.8 亿元，同降 11%，业绩降幅小于收入，主要系综合毛利率上行驱动。

图表7: 公司公告重大订单及每年收入确认情况 (单位: 亿元)

日期	项目	业主	中标额 (亿元)	工期	每年确收规模		
					2022	2023	2024
2022/2/7	聚合物三期扩建EPFC总承包项目	英威达	12.79	2022年1月-2023年12月	2.52	8.81	1.82
2022/4/22	YINSONFFSOM01、M02、M20、M40和M41模块制造	JOGS	2.20	2022年4月-2023年9月	0.80	2.08	
2022/8/1	巴斯夫(广东)一体化项目中央罐区化学品罐区和装车站工程EPC	巴斯夫	19.0	2022年7月-2025年6月		6.34	12.65
2022/11/17	年产5万吨氢氧化锂锂电池材料项目ABXZ-40-K022湿法区及部分公用工程机电安装标段	美国雅保	1.81	2023年10月31日或之前		3.34	0.95
2022/12/28	巴斯夫(广东)一体化项目乙烯区PAR模块	巴斯夫	2.26	2024年9月18日前或按发包方要求		0.31	1.94
2022/12/28	巴斯夫(广东)一体化项目乙烯区土建安装综合工程B标段	巴斯夫	4.08	2025年5月31日或之前		1.26	2.66
	2022全年披露合同额(亿元)						
			42.1				
2023/1/30	巴斯夫MDI3项目模块制造合同	巴斯夫	3.51	2025年第一季度前			3.51
	2023全年披露合同额(亿元)						
			3.5				
2024/1/16	7000吨/年SOOC项目总承包合同	浙江拓烯	3.0	16-20个月			
2024/1/16	41000吨/年光学树脂项目施工总承包合同	浙江拓烯	3.5	18个月			0.91
2024/6/14	精细化工及原料工程项目折百20万吨/年双氧水装置设计、采购及施工工程总承包项目	北方华锦	11.0	960天			
	2024全年披露合同额(亿元)						
			17.5				
2025/2/14	宁德二期5BDA、7BUG模块建造安装工程及临时泊位工程	中广核	2.3	1480天			

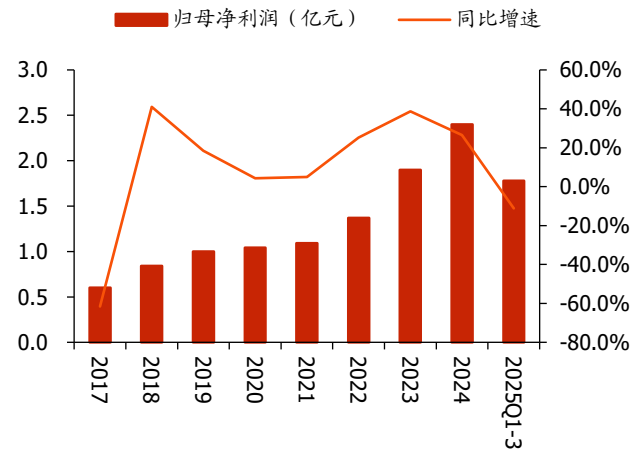
资料来源: 公司公告、百度股市通(汇率), 国盛证券研究所

图表8: 公司营业总收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 公司归母净利润及同比增速

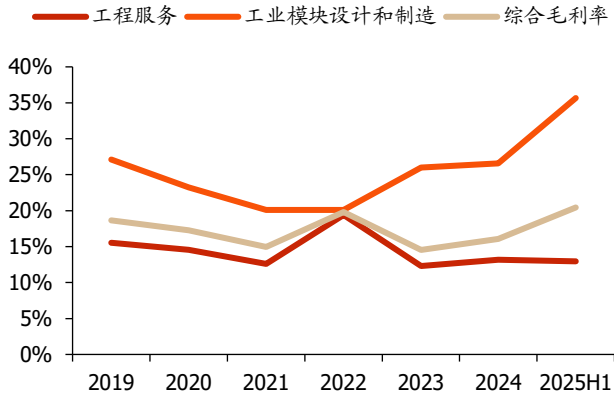


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3. 盈利能力领先同业, 现金流持续优异

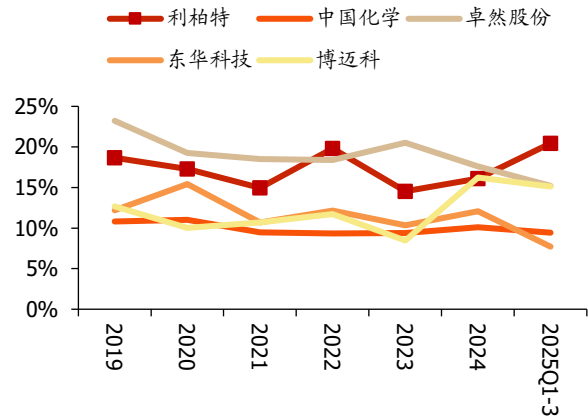
Q1-3 毛利率显著提升, 盈利能力优于同业。2021年以来公司毛利率维持在15%-20%区间, 显著高于中国化学、东华科技等化工EPC龙头, 盈利能力优异。2024年公司综合毛利率16.1%, 同增1.5pct, 主要得益于毛利率相对较高的工业模块业务占比显著提升。**分业务看:**2024年工程服务/工业模块毛利率分别为13.2%/26.6%, 同增0.9/0.6pct, 其中工业模块毛利率近两年显著提升, 预计主要因公司承接项目多为技术含量高、生产过程复杂的大型模块产品, 存在较强设计壁垒, 盈利性相对较优。后续随着南通利柏特基地产能逐季释放, 模块业务占比有望持续提升, 带动综合毛利率上行。

图表10: 公司综合及分业务毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

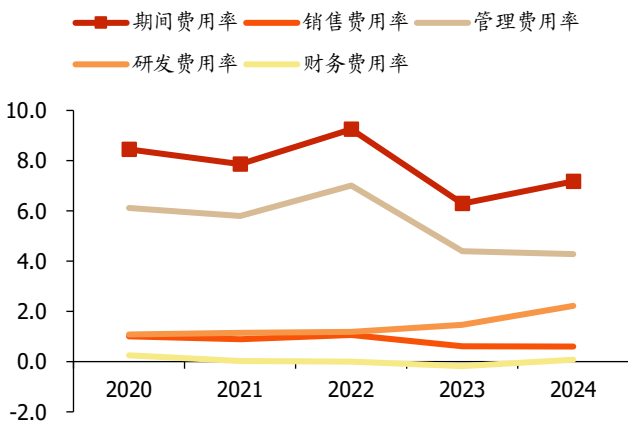
图表11: 公司毛利率同业可比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

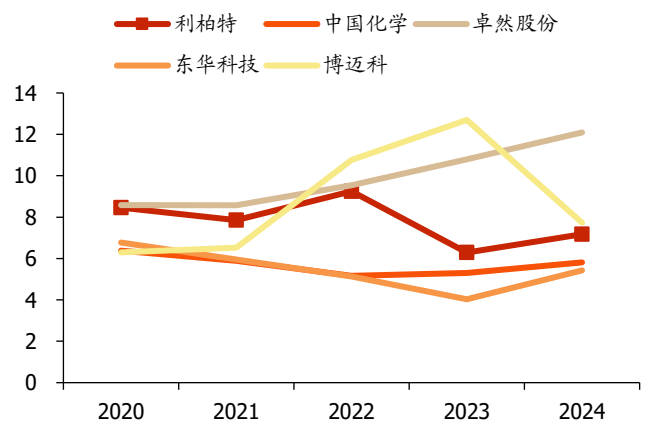
期间费用率总体呈下行趋势，费率水平处同业中上游。公司期间费用率变动主要受管理费用影响，2023年受益营收快速扩张，职工薪酬等刚性成本下行，管理费用率明显降低，带动整体期间费率下行。2024年公司期间费用率7.2%，同比提升0.9pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.6%/4.3%/2.2%/0.1%，同比持平/-0.1/+0.8/+0.3pct，研发费率同比提升较多，主要因公司加大对大型装置模块化相关的节能降耗、安全环保、自动化等工艺技术研发投入，总体费率水平处同业中上游。

图表12: 公司期间费用率及各项(单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 公司期间费用率同业对比(单位: %)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

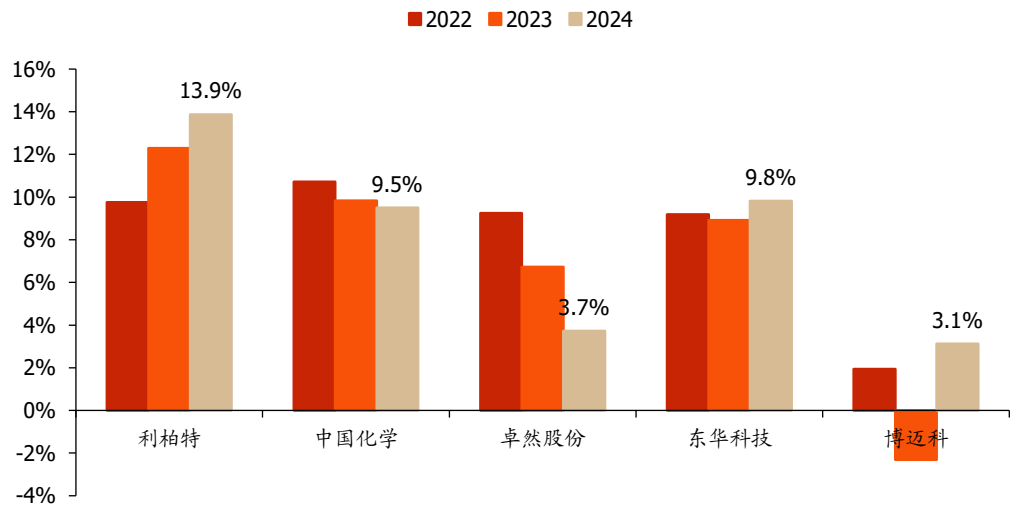
近三年ROE明显回升，显著优于同业公司。2018-2021年受负债率下行影响，公司ROE有所承压，2022年起资产负债率基本稳定，叠加在手订单逐步转化，总资产周转率及净利率同步上行，带动ROE回升。2024年公司综合ROE达13.9%，杜邦拆解看：归母净利润率6.9%，同增1pct；总资产周转率1.11、权益乘数1.82，同比基本持平，整体ROE水平显著高于同业。

图表14: 公司 ROE 杜邦拆解 (单位: 亿元)

时间	ROE	杜邦分析拆解			营收	平均总资产	平均股东权益
		归母净利润率	总资产周转率	权益乘数			
2018	14.0%	5.9%	1.04	2.30	14.33	13.79	6.01
2019	14.5%	7.1%	1.01	2.03	14.16	14.02	6.89
2020	13.5%	6.9%	1.06	1.84	15.05	14.15	7.70
2021	10.2%	5.5%	1.07	1.73	19.83	18.55	10.74
2022	9.8%	8.0%	0.70	1.76	17.21	24.67	14.05
2023	12.3%	5.9%	1.14	1.83	32.42	28.35	15.48
2024	13.9%	6.9%	1.11	1.82	34.93	31.48	17.34

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

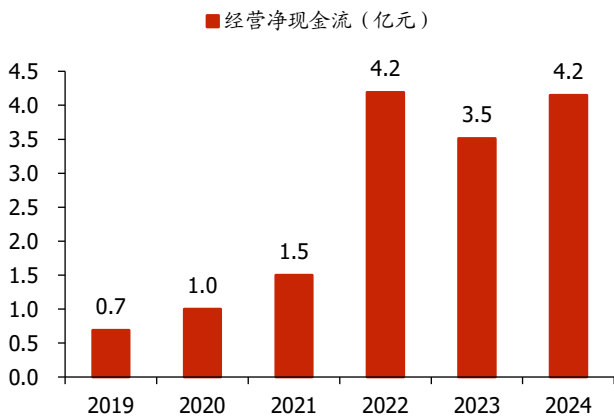
图表15: 公司 ROE 同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

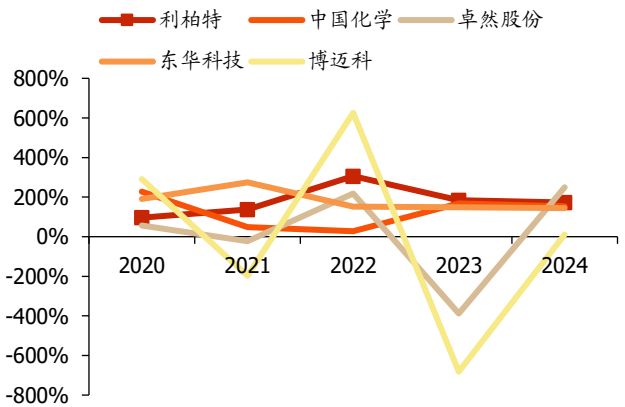
业务回款情况优, 净利润现金比率优于同业。公司客户多为大型跨国企业 (巴斯夫、英威达等), 资信情况普遍较优, 项目回款情况良好, 2022-2024 年经营性净现金流分别为 4.2/3.5/4.2 亿元, 净现比为 306%/185%/173%, 现金流维持大额净流入, 且明显优于同业可比公司, 表现持续优异。

图表16: 公司经营净现金流



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表17: 公司净利润现金比率同业对比



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表18: 公司利润拆解表

单位: 亿元	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
营业收入	14.3	14.2	15.1	19.8	17.2	32.4	34.9
同比增速	35.2%	-1.2%	6.3%	31.7%	-13.2%	88.4%	7.7%
分业务:							
工程服务	11.1	10.4	10.7	14.4	13.3	27.4	27.6
同比增速	24.8%	-6.5%	2.3%	35.4%	-8.0%	106.6%	0.7%
工业模块设计和制造	3.2	3.7	4.4	5.3	3.9	5.0	7.2
同比增速	93.9%	17.3%	16.9%	21.8%	-26.9%	27.6%	46.3%
营业成本	11.9	11.5	12.5	16.9	13.8	27.7	29.3
毛利率	16.9%	18.7%	17.3%	15.0%	19.8%	14.5%	16.1%
分业务:							
工程服务	16.0%	15.5%	14.6%	12.6%	19.4%	12.3%	13.2%
工业模块设计和制造	19.7%	27.1%	23.2%	20.1%	20.1%	26.0%	26.6%
期间费用率	8.1%	9.6%	8.5%	7.9%	9.2%	6.3%	7.2%
销售费用率	1.0%	1.3%	1.0%	0.9%	1.1%	0.6%	0.6%
管理费用率	5.8%	6.8%	6.1%	5.8%	7.0%	4.4%	4.3%
研发费用率	0.9%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%	1.5%	2.2%
财务费用率	0.4%	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.1%
资产(含信用)减值损失	-0.10	0.05	-0.04	-0.15	0.07	-0.03	-0.15
投资收益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.03	-0.06	0.00
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00
税前利润	1.08	1.29	1.31	1.39	1.77	2.32	2.96
所得税	0.24	0.29	0.27	0.29	0.40	0.42	0.56
所得税率	22.3%	22.6%	20.7%	21.1%	22.7%	18.1%	18.8%
少数股东损益占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
归母净利润	0.84	1.00	1.04	1.09	1.37	1.90	2.40
同比增速	41.0%	18.5%	4.4%	5.0%	25.3%	38.7%	26.5%
净利率	5.88%	7.05%	6.92%	5.52%	7.97%	5.87%	6.89%
摊薄EPS(元)	0.19	0.22	0.23	0.24	0.31	0.42	0.54
经营性现金流净额	0.3	0.71		1.5	4.2	3.5	4.1
收现比	86%	111%	96%	83%	144%	95%	95%
付现比	55%	78%	66%	56%	101%	74%	76%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 工业模块化渗透率持续提升, 主业成长空间广阔

2.1. 模块化建造优势显著, 应用领域持续拓宽

何为工业模块化建造? 工业模块化为工业装置的建造方式之一, 指将大型、复杂的工业装置通过设计拆解为数个工业模块, 并在工厂预制后将模块运输到现场安装。安装过程类似“搭积木”, 与房建领域的“装配式”模式较为相似。对比传统施工方式, 模块化建造在成本控制、施工效率、后端运营等方面具备核心优势。

1) 缩短工期, 节约综合成本。 模块化建造通过工厂预制、预组装代替传统工程施工模式, 可大幅压缩项目建设周期、加快投产进度。以中国石油承建的新疆独山子石化分公司 8 台 15 万吨乙烯裂解炉为例, 对比现场安装模式, 采用模块化建造下平均单台裂解炉建造施工成本减少约 260 万元。

2) 避免恶劣施工环境。 石油天然气开采、矿业等行业项目建设地多为自然环境条件恶劣、人迹罕至地区, 模块化建造可以把大型开采和生产装置设计拆解为数个中小型模块, 在异地工厂制造完成后运输至现场进行简单安装即可生产, 有效避免了恶劣施工环境。

3) 有利于产线后续升级改造及运营维保。 得益于模块化“搭积木”的建造特性, 业主可根据不同时期的市场需求和资金情况灵活布局产能, 后续仅需新增模块即可快速增产, 大幅缩减技改周期。同时, 由于产线上各个模块相互独立、拆分便捷, 通过拆卸单个模块装置即可实现产线检修及部件回收利用, 有效避免产线停工导致的生产损失。

图表19: 8 台 15 万吨乙烯裂解炉现场制造与模块化制造资源消耗对比

对比	现场安装		整体模块化模式	
	数量	时长	数量	时长
人力	安装工 450-700 人	22 月	安装工 350-450 人	9 月
	筑炉工 150-280 人	10 月	筑炉工 80-120 人	6 月
	仪电工 60-100 人	8 月	仪电工 40-60 人	4 月
	其它 (保温、防腐、架子) 150-460 人	10 月	其它 (保温、防腐、架子) 60-100 人	6 月
吊车	450 吨履带吊 3 台	18 月	800 吨龙门吊 1 台	5 月
	250 吨履带吊 1 台	12 月	200 吨龙门吊 2 台	5 月
	600T.M 塔吊 3 台	22 月	600 吨履带吊 1 台	5 月
脚手架杆	规格 9187 米*8 台, 共 7.3 万米	18 月	规格 1460 米*9 台, 共 1.3 万米	1-6 月
	规格 2200 米*8 台, 共 1.76 万米	1-6 月	规格 1500 米*9 台, 共 1.35 万米	1-6 月

资料来源:《石油化工设备技术》期刊, 国盛证券研究所

模块化早期多应用于海工领域, 近年来逐渐向化工、矿业延伸。由于海上施工的不便利性, 模块化早期主要应用于海洋油气资源开发工程, 如浮式生产储油卸油船 (FPSO)、浮式液化天然气生产储油卸油船 (FLNG) 等, 后拓展至其他油气能源工程。近年来, 随着模块化的成本优势及灵活性逐渐得到验证, 矿业、化工、水处理等领域业主也开始采用模块化建造方式, 应用范围持续拓宽:

1) 海洋油气开发: FPSO 是海洋油气开发的主要方式, 其主要生产功能依赖上部模块实现, 早期建造 FPSO 基本在船体结构建成后, 在甲板上安装各种生产设备、主电站和热站等, 建造周期 20 个月以上, 目前 FPSO 建造已开始采用模块化生产工艺, 船体结构和上部设施可同时施工建造, 将总周期缩短至 10-14 个月。采用模块化建造工艺可针对不同油田开发要求, 提出模块化设计方案, 统一 FPSO 船体、组块、生活模块以及其他系统建造标准, 可显著提高建造及投产效率。

2) 化工行业: 化工装置的模块化技术可将化学品生产中酯化、碳化、精馏等各项化学反应所需的工艺设备预制成各类工艺模块, 并根据不同生产需求, 对模块进行相应的选择, 将各类模块通过标准接口按照工艺流程相连接, 实现单体模块制造到大型装置的集成, 当前大型化工工程逐渐采用模块化方式进行建造, 特别在海外化工业主中渗透率较高。

图表20: 海上 FPSO 模块化工程



资料来源: Control Engineering, 国盛证券研究所

图表21: 化工领域模块化应用



资料来源: Chemical Engineering, 国盛证券研究所

2.2. 落地多个标杆性大型模块工程，技术实力领先

优质项目业绩丰富，业主认可度高。2011 年起公司开始承接化工行业大型装置的工业模块设计和制造业务，随着项目模块化建设在全球应用逐渐拓宽，公司模块化业务规模快速扩张，在化工领域落地多个大型标杆性模块工程，业内影响力突出：

- **1) 巴斯夫世界级抗氧化剂年产能 42000 吨装置：**该项目系公司承建的巴斯夫全球首套模块化化工装置（预制率达 90%），2018 年于上海漕泾基地竣工，整套装置被分为 10 个模块独立制造，模块预制完成后仅 5 天即在施工现场完成整套装置拼装（项目总建设周期 10 个月），并对施工现场噪声、废气和固体废弃物全面控制。

图表22: 巴斯夫抗氧化剂项目模块吊装



资料来源：巴斯夫中国，国盛证券研究所

图表23: 巴斯夫抗氧化剂项目预制车间内模块



资料来源：巴斯夫中国，国盛证券研究所

- **2) 英威达聚合物三期扩建项目：**总投资 17.5 亿元，公司承建合同额 12.8 亿元，该项目创新性采用模块化建造方案，将传统的工厂设计结合模块化设计，于 2022 年 8 月开工、2023 年完成模块建设、2024 年竣工投产，在外部施工环境受阻情形下通过模块化建造方式大幅提升项目推进效率。项目合计共 63 组工业模块，总重量约 2 万吨，通过“江海联运”航线由张家港运至上海，运抵后经拼装就位即快速形成一座聚合物生产厂房。

图表24: 英威达聚合物三期扩建项目大型工业模块在离港运输中



资料来源：人民网，国盛证券研究所

下游积累丰富优质客户资源，核心业主资本开支相对稳健。依托领先技术实力及工艺 Know-how 积累，公司与巴斯夫、林德气体、科思创、优美科、陶氏化学、液化空气、英

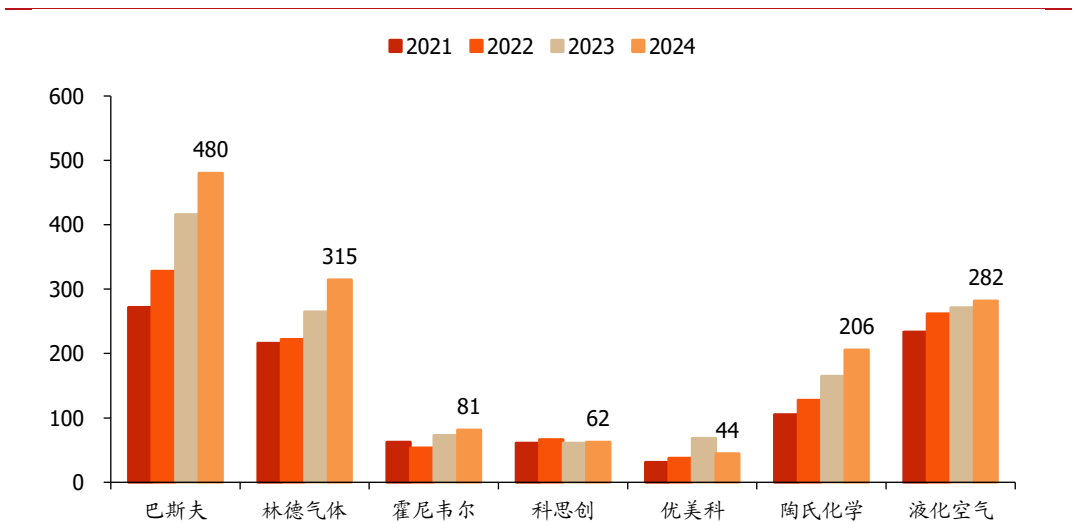
威达等大型跨国化工企业建立稳定合作关系，此类客户具有严格供应商遴选制度，出于对化工模块安全性、稳定性考虑，不会轻易更换供应商，公司深入了解其工艺流程，未来有望延续与其长期合作。且大型跨国化工龙头通常具备较长远投资计划，近年来受宏观环境影响，资本开支增速虽有所放缓，但总体仍维持较大体量，叠加模块化渗透率持续提升，有望为公司主业提供稳定订单来源。

图表25: 2018-2024年公司前五大客户收入占比

业主	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
巴斯夫	11.77%	14.71%	7.04%			20.47%	46.83%
中国寰球工程(巴斯夫项目)							13.25%
Albemarle Corporation						12.02%	8.17%
英威达		7.27%			16.08%	28.26%	5.45%
浙江拓烯					5.25%	6.57%	3.41%
JORD OIL&GAS						6.40%	
林德气体	14.48%	7.26%	15.36%	9.28%	10.47%		
中核二三				12.76%	8.87%		
艾仕得					7.33%		
GYGAZ SNC				10.81%			
恺迪苏(重庆)有限公司				8.19%			
PPG涂料(张家港)有限公司				7.75%			
科思创	7.26%	11.74%	13.97%				
液化空气			7.26%				
陶氏化学			6.17%				
富美实		7.51%					
优美科	9.70%						
中化蓝天霍尼韦尔	6.65%						
前五大合计占比	49.86%	48.49%	49.80%	48.79%	48.00%	73.72%	77.11%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表26: 2021-2024年公司主要业主资本开支(亿人民币)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所 *注: 美元汇率按7, 欧元汇率按8估算

3. 转债募资 7.5 亿投建南通基地，切入核电打造新增长点

3.1. 南通利柏特基地竣工在即，有望显著扩充大型模块产能

投资 13 亿建设南通利柏特基地，扩充大型模块产能。2025 年 7 月公司发布可转债募集说明书，拟募集资金总额 7.5 亿元（债券期限为 6 年）投向南通利柏特大型工业模块制造项目（项目投资总额 12.9 亿元），主要生产制造应用于石油化工、油气能源、核电工程等行业的大型模块。公司此前在张家港、湛江拥有三大生产基地：1）张家港保税区基地：占地 10.4 万平，主要定位于模块配套的压力容器、管道、钢结构以及小型模块制造；2）张家港重装园区基地：占地 15 万平，定位大型模块的制造和总装，可制造最大单个模块 70 米*50 米*35 米，重达 8000 吨；3）湛江基地：占地 13.3 万平，主要用于满足东海岛石化产业园区建设需求。

南通基地占地面积大幅增加，可支撑更大体积单体模块建设。南通利柏特基地位于通州湾示范区，毗邻长江入海口，占地面积 48.8 万平方米，系公司目前最主要模块生产基地张家港重装园区生产基地占地面积的 3.17 倍，可支撑更大体积单体模块建设（长度/宽度最大分别达 200/60 米，且由于此次规划较大面积室外组装修场地，高度理论不受限制），同时可规划多个模块同步建造（以前公司承建的 YINSON 浮式生产储油轮上部模块项目为例，该项目由 5 个模块组成，张家港重装园区生产基地可同时规划 10 个类似模块，南通基地可同时规划 35-40 个）。此外，南通项目配备自有码头，可实现模块产品直接出运，无需等待公共码头排期，有望大幅提升场地周转率。

图表27: 公司产能基地布局

	生产基地	自有码头	占地面积 (万平)	单个模块体积规模限制
现有生产基地	张家港保税区生产基地	否	10.4	无法承接尺寸超过 38 米*6.5 米*6.5 米的模块项目
	张家港重装园区生产基地	否	15.37	无法承接尺寸超过 70 米*50 米*35 米的模块项目
	湛江生产基地	否	13.32	无法承接尺寸超过 30 米*13 米*7 米的模块项目
	合计	/	39.09	
转债募投项目	南通利柏特大型工业模块制造项目	自有码头， 拟建 2 个泊位	48.78	长度可达 200 米、宽度可达 60 米；由于拥有自有码头，运至码头途中不用受道路环境影响，且本次募投项目规划了较大面积的室外组装修场地，因此高度取决于产品设计高度，理论上不受限制

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

预测达产后总产值 21 亿元，净利率约 10%。根据转债募集书披露，综合考虑各领域产量及单价后，测算达产后预计新增年销售收入 21 亿元，其油气能源/核电/其他领域分别预估年产值 5.6/6.4/5.6/3.5 亿元；预测达产后平均毛利率 20.9%，净利润 2.1 亿元（净利率 10%）。

图表28: 南通基地预计投向领域产值预测

领域	年预计产量 (万吨)	预估单价 (万元/吨)	预估年产值 (亿元)	占比
化工模块	2	2.8	5.6	26.5%
油气能源模块	2	3.2	6.4	30.3%
核电模块	1.4	4	5.6	26.5%
其他	1.4	2.5	3.5	16.6%
合计	6.8	3.1	21.1	100.00%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.2. 核电扩张信号明确，年均预计拉动 1600 亿投资

全球持续加码核能投资，2050 年核电装机预计将大幅增长。核电作为稳定可靠的低碳基荷电源，在实现双碳目标中发挥重要作用，全球各国积极加码核电政策：2023 年 COP28 首次将核能纳入全球盘点，美国、法国等二十余国发布《三倍核能宣言》，呼吁 2050 年核电装机达 2020 年 3 倍（2024 年签署国增至 31 个），2024 年 3 月布鲁塞尔首届核能峰会，30 余国家和地区及国际组织代表参会，在 COP28 共识基础上聚焦核能发展实践，呼吁投资核能并制定行动计划，达成多项共识，确认了核能重要性并明确发展方向。根据 IAEA 预测，在低值/高值预测场景下，2050 年全球核能发电装机容量将达 561/992GW，较 2024 年底增长 141%/249%。

多国推动可控核聚变发展，商业化未来可期。近年来全球核电投资与商业化明显加速，2024 年核聚变产业吸引资金 73 亿美元，FIA 公司调研结果显示：约 76% 商业公司预计在 2030 至 2040 年间实现首次并网发电，其中 70% 公司目标定于 2035 年前；美国、欧盟、中国、日本、俄罗斯、韩国、印度等国家高度重视可控核聚变发展。当前聚变研究正处于从科学研究到工程实践再过渡到商业应用的发展转折点，预计在 2030 年前后可突破工程能量“得失相当”，随后进入商业化开发阶段。12 月 5 日中法发布《关于持续推进和平利用核能领域合作的联合声明》，提出“核聚变能源是人类和平利用核能的重要发展方向”，后续将继续深度参与国际热核聚变实验堆（ITER）国际大科学工程，共同推动可控核聚变产业发展。

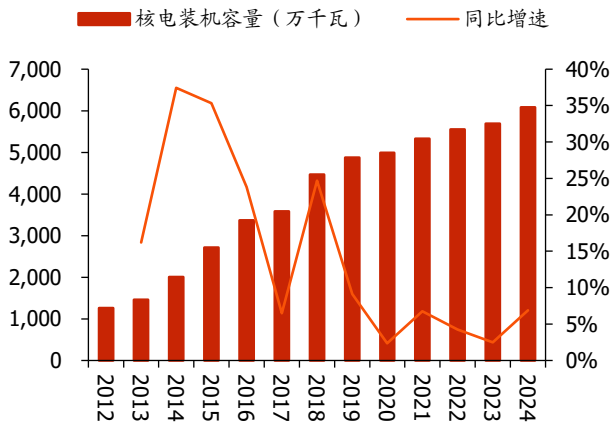
图表 29: 各国可控核聚变研究进展

区域	可控核聚变进展	时间
美国	在惯性约束聚变方面，2025 年 4 月国家实验室实现 8.6MJ 聚变产额，输入激光能量仅 2.08MJ，目标增益超过 4。	4 月
	美国商业聚变初创公司 ZapEnergy 核聚变工程测试平台 Century 实现重大技术突破，该平台可稳定以 0.2Hz 的频率完成等离子体放电，单次放电电流最高达 500kA，持续平均功率也实现了近 20 倍的提升。	2025 年 9 月 30 日
	美国能源部下属普林斯顿等离子体物理实验室（PPPL），联合普林斯顿大学等大学组成的国际研究团队，成功开发了一款多模态机器学习框架-Diag2Diag，成功将核聚变核心诊断技术-汤姆逊散射的时间分辨率从传统 200Hz 提升至 1MHz。	2025 年 10 月 1 日
欧盟	与日本共同运营的 JT-60SA，最近以 160 立方米的等离子体体积创下了新纪录，超过了之前的 100 立方米的基准。	2024 年 10 月 4 日
	位于法国的国际热核聚变实验堆（ITER）是磁约束聚变的核心枢纽，2025 年其组装阶段成果显著。德国马克斯·普朗克等离子体物理研究所（IPP）的 Wendelstein7-X(W7-X) 仿星器，在 2025 年升级后创造长脉冲运行纪录，持续 360 秒高性能等离子体，能量周转速达 1.8GJ，等离子体比压达到 3%。	2025 年 6 月 3 日
中国	在磁约束方面，中国科学院合肥等离子体物理研究所的“东方超环” EAST 最近打破了之前的持续高约束模式运行记录，将聚变等离子体温度维持在 7000 万摄氏度长达 1066 秒。	2025 年 1 月 20 日
	BEST 则聚焦氦氖等离子体稳态控制，计划 2027 年首次实现等离子体运行。	2025 年 5 月 1 日
	中科院核工业西南物理研究院的环流器三号（HL-3）实现了 1.5 兆安的 H 模式等离子体，离子温度和电子温度分别达到创纪录的 1.2 亿摄氏度和 1.6 亿摄氏度。	2025 年 5 月 29 日
	西南物理研究院研究团队自主设计，用于聚变能量导出研究的工程性液态金属和氦气工质热工研究台架全面建成并投入运行。	2025 年 10 月 14 日
日本	大阪大学激光科学研究所利用激光 XII 号激光器和 LFEX 激光器在激光聚变方面取得了关键进展，验证靶内爆和快速加热，还开发了一种高重复频率激光器 SENJU，能以 100 赫兹的频率发出 100 焦的脉冲。日本发布了其国家“聚变能创新战略”的 2025 年新版，为旨在实现未来商业化的国家努力提供指导。	2025 年 6 月 4 日（国家战略更新版发布时间）
俄罗斯	俄罗斯重点研发“聚变-裂变混合堆”，已完成新一代反应堆技术托卡马克的初步设计，并计划在 2030 年前建成。俄罗斯国家核电子与航空航天研究所（NIIIEFA）与莫斯科国立钢铁合金学院（MISIS）的专家携手，成功研发出一种创新的钨和铜复合材料，将专门用于俄罗斯原型 TRT 托卡马克核聚变反应堆的偏滤器等离子体导向元件。	2025 年 1 月 23 日
韩国	韩国示范聚变电厂的工程设计预定于 2035 年完成，最近正在利用超级计算资源探索设计空间，以研究全局参数，同时研究利用高温超导体做出更小、更先进的设计。	2025 年 2 月 21 日
印度	印度的聚变能是从 SS-T-1 逐步发展到 ITER，同时开展 ITER 工程建设、实验工作和建造国内 SST-2，DEMO 预计于 2037 年开始建造。	/

资料来源：中国核电网、IAEA、《2025 年世界聚变展望》、可控核聚变、中国核技术网、能源界、国家核安全局、中国科学院、国盛证券研究所

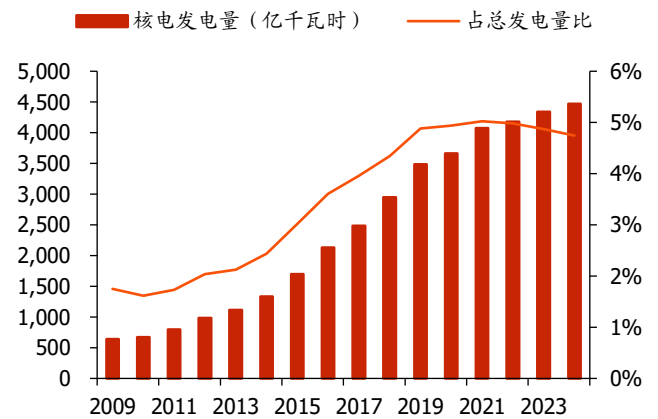
我国核电发电量占比持续提升，在建核电机组数量位列全球第一。2024 全年我国核电发电量 4469 亿千瓦时，占总发电量的 4.7%，较 2009 年明显提升（约 1.7%），中国核能行业协会预计到 2035 年核能发电量占比达 10%；核电装机容量达 6083 万千瓦，同增 7%。据中国核协，截至 2025 年 4 月，我国在建核电机组 28 台，总装机容量 3365 万千瓦，位居世界第一；在运、在建、已核准待建核电机组共有 102 台，总装机容量 1.13 亿千瓦，核电总体规模首次跃居世界第一。近三年我国核电基本建设投资增长持续提速，2024 年核电投资完成额 1469 亿元，同比增长 55%，达 2008 年起完成额最高值。

图表30: 2012-2024 年核电装机容量及同比增速



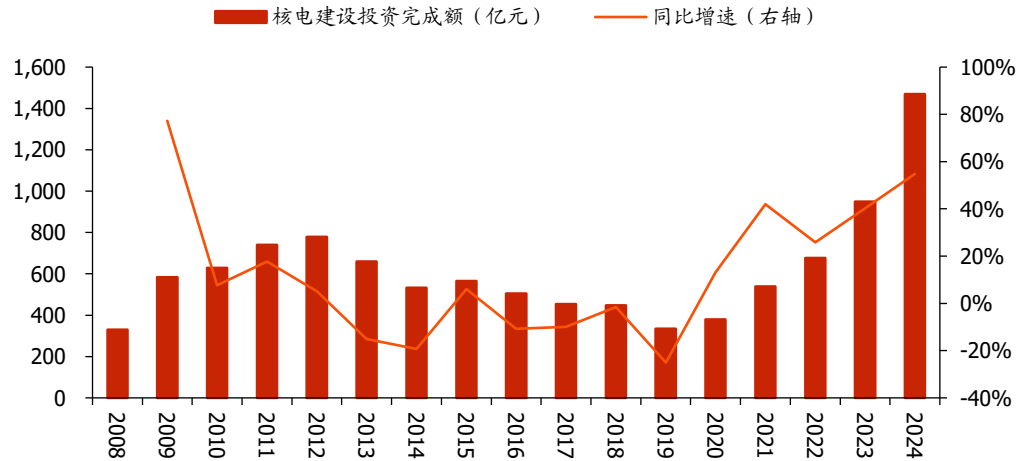
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表31: 2009-2024 年核电发电量及占总发电量比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

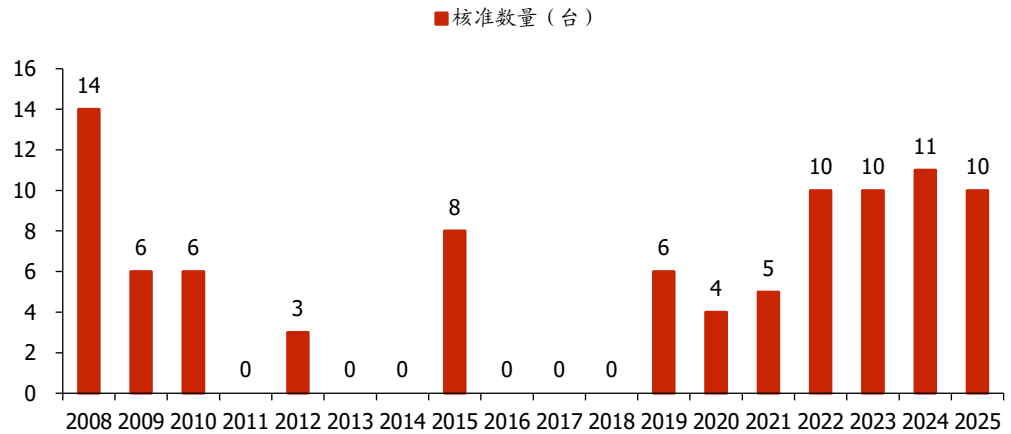
图表32: 我国核电建设投资完成额



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

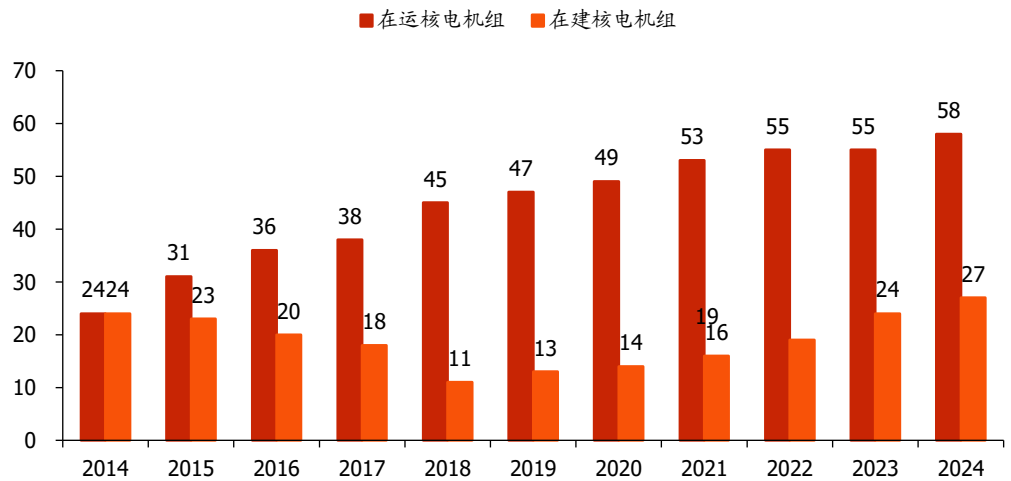
2022 年起我国核电核准数量逐渐回暖，扩张信号明确。2011 年日本福岛核事故后我国暂停新增核电项目审批，直到 2012 年 12 月才核准江苏田湾核电二期工程，2013-2014 年无新项目获批。2015 年核电审批重新放开，当年共核准 8 台核电机组，此后的 2016-2018 审批再次中断，未有新项目过审。2019 年中国核电审批再次重启，我国核电业务重新走上快速发展轨道，2022-2025 年(截至 2025 年 11 月)核电机组核准数分别为 10、10、11、10 台，核准数量显著回暖，逐渐稳定在每年 10 台机组左右，行业扩张信号明确。

图表33: 我国核电机组核准数量



资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所 *注: 2025年截至11月

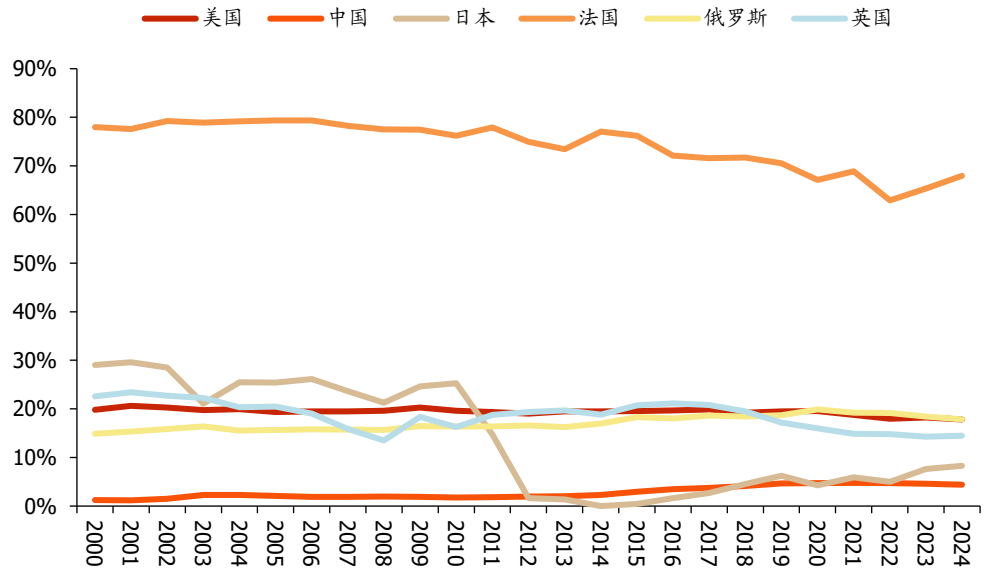
图表34: 我国核电在运、在建机组数量 (台)



资料来源: 中国核协, 中核智库, 国盛证券研究所

新批核电站逐步进入施工高峰, 有望带动年均约 1600 亿投资。当前我国核电发电占比对比美国、法国等国家仍明显偏低, 后续有较大提升空间: 根据中国核能行业协会预测, 预计 2030 年中国核电装机容量达 110GW; 到 2035 年在运及在建装机总容量约 200GW。截至 2024 年底全国在运、在建及核准待建 113GW, 对应 2025-2035 年待核准总量 87GW, 按照单台装机 1.2GW 对应 73 台机组 (年均批复 7.3 台)。此前核准批复的机组当前已逐步进入主体施工高峰, 根据中国能源报披露, 单台核电机组投资约 200 亿元, 若年均推进 8 台机组建设, 有望带动投资额约 1600 亿元。

图表35: 世界主要核电国家历年核电发电占比对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3. 测算核电模块业务有望贡献 4.6 亿增量业绩

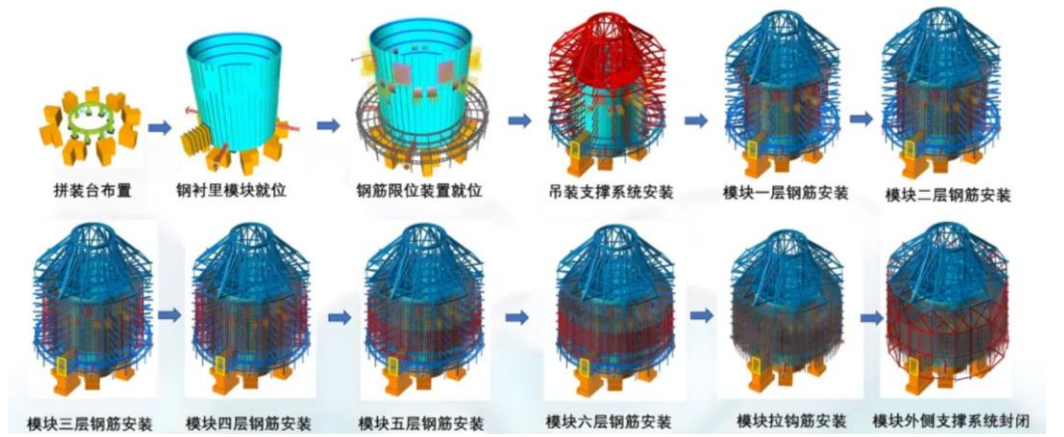
三代核电建造陆续开展模块化应用, 实现渗透率“从 0 到 1”突破。对比传统建造模式, 模块化建造可将核岛结构模块及设备模块实现工厂化预制, 显著缩短核电站的工程建设周期(采用模块化技术后, 核电站土建阶段从第一罐混凝土浇筑到主厂房封顶仅需 36 个月), 同时大幅减少现场资源投入密度, 实现核电项目安全、经济、质量全面提升。在全球核工程领域, 以首批四台 AP1000 机组为依托开展了大量模块化应用, 我国自主三代核电技术“国和一号”、“华龙一号”建设中各参建单位也陆续开展了大量模块化研究和应用, 并形成了《NB/T20501-2018, 核电厂结构模块制造及验收技术规程》等 14 项标准。今年起海阳 3 号、徐大堡 2 号等多个核电机组完成模块化建造及移交, 渗透率实现“从 0 到 1”突破(显示模块化建造方式已取得安全验证), 后续渗透率有望持续提升。

图表36: 2025 年核电模块化应用项目案例 (部分)

核电机组	业主	项目进展
徐大堡 2 号机组	中核集团	11 月完成 2 号核岛 CA03 大型结构模块移交工作, 至此, CA 七大结构模块拼装工作顺利完成, 标志着徐大堡核电一期工程全面转入模块内部混凝土浇筑及核岛内部物项安装阶段。
海阳 3 号机组	国电投	8 月屏蔽厂房非能动安全壳冷却水箱 (PCCWST) 储水箱吊装就位, 核岛屏蔽厂房高度再攀高峰。
陆丰 5 号机组	中广核	12 月应用“华龙一号”核反应堆厂房外壳穹顶免拆钢模板模块化施工技术, 该技术将外壳穹顶钢模板的建造方式, 从“高空散装”革新为“地面整体拼装+一次性整体吊装”。
漳州 3 号机组	中核集团	12 月 11 日, 中核二四顺利完成 3 号机组内部结构 16.5m 以上三回路非能动堆腔注水箱顶板钢混一体模块吊装。
太平岭 3 号机组	中广核	12 月 ASG1110BA 水池池壁模块吊装成功, 标志着 ASG 水池模块化吊装技术首次应用, 为 3 号机组后续施工工作奠定坚实基础。

资料来源: 中核二三、中核二四、中广核工程、上海核工院、中建电力、南方都市报、国盛证券研究所

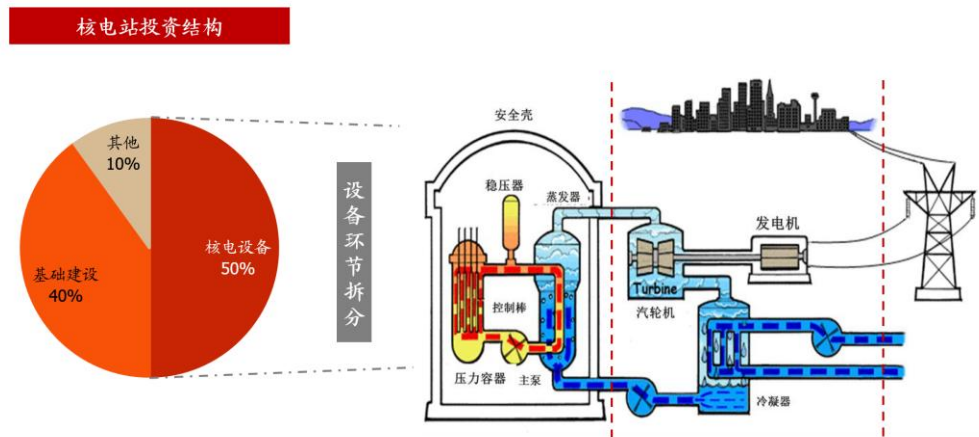
图表37: 核电模块化建安一体示意图



资料来源: 中国核工业, 国盛证券研究所

核电土建环节年市场规模约 **640 亿元**, 模块化替代空间广阔。根据《我国核电站项目设备供应链管理研究》, 核电站投资中, 核电设备/基础建设/其他部分分别占比约 50%/40%/10%, 按照市场规模 1600 亿测算, 对应每年土建市场规模 **640 亿元**, 模块化市场空间广阔。

图表38: 核电站投资结构拆分



资料来源: 中广核公告, 西诺稀贵公告, 国盛证券研究所

公司已中标中广核宁德核电模块项目, 后续有望参与更多中广核机组建设, 测算核电模块业务将带动 **5 亿增量业绩**。2025 年 3 月公司公告与中广核签订宁德二期 5BDA、7BUG 模块建造安装及临时泊位工程, 合同额 2.3 亿元, 包括柴油机厂房建安一体化综合大模块建造、7BUG 结构模块建安以及临时泊位 EPC 工程, 项目周期 1292 天。该项目顺利签署显示公司模块产品已进入中广核供应链体系, 未来有望获取更多来自中广核的核电模块订单。按照中广核土建需求*模块化占比*公司市占率*业务净利率, 我们测算核电模块业务有望为公司贡献 **4.6 亿增量业绩**:

1) 中广核机组土建总需求 (260 亿元): 截至 2025 年 12 月, 中广核在建核电机组共 20 台, 其中 4 台处于调试阶段、2 台处于设备安装阶段、6 台处于土建施工阶段、8 台处于 FCD 准备阶段。从现有核电站进展看, 从核准到土建开工 (FCD 准备阶段) 需 1-2 年周期不等, 土建施工需 2 年左右。不考虑新核准机组情况下, 2026-2027 年中广核平

均约有 6.5 台机组处于土建施工环节，按照 40 亿元单机组年均土建价值量对应 260 亿元土建需求（2026-2027 年）。

图表39: 核电站建设流程及全国在建核电站进展（截至 2025 年 12 月）

核电站建设流程:							
		FCD准备阶段	土建施工阶段		设备安装阶段		调试并网
全国在建核电站进展（截至 2025 年 12 月）							
核电站	机组号	业主	核准年份	核岛开工时间	穹顶吊装时间	冷试时间	热试时间
江苏田湾	7号	中核集团	2021	2021/5/19	2023/5/19	2025/7/23	2025/12（进行中）
江苏田湾	8号	中核集团	2021	2022/2/25	2024/4/15	-	-
福建宁德	5号	中广核	2023	2024/7/28	-	-	-
福建宁德	6号	中广核	2023	2025/12/16	-	-	-
浙江三门	3号	中核集团	2022	2022/6/28	2024/9/6	-	-
浙江三门	4号	中核集团	2022	2023/3/22	-	-	-
山东海阳	3号	国电投	2022	2022/7/7	2025/3/23	-	-
山东海阳	4号	国电投	2022	2023/4/22	2025/9/6	-	-
海南昌江	3号	华能	2020	2021/3/31	2023/2/21	2025/4/10	2025/8（进行中）
海南昌江	4号	华能	2020	2021/12/28	2023/12/27	-	-
海南昌江	小堆示范	中核集团	2021	2021/7/13	2023/11/3	2025/10/16	-
山东石岛湾	1号	华能	2023	2024/7/28	-	-	-
山东石岛湾	2号	华能	2023	2025/5/7	-	-	-
福建漳州	3号	中核集团	2022	2024/2/22	-	-	-
福建漳州	4号	中核集团	2022	2024/9/27	-	-	-
广东太平岭	1号	中广核	2019	2019/12/26	2021/12/24	2023/12/30	2024/9/15
广东太平岭	2号	中广核	2019	2020/10/15	2022/9/25	2025/3/6	2025/7/30
广东太平岭	3号	中广核	2023	2025/6/10	-	-	-
浙江三澳	1号	中广核	2020	2020/12/31	2022/11/3	2024/11/13	2025/6/10
浙江三澳	2号	中广核	2020	2021/12/30	2023/9/28	2025/10/5	-
浙江三澳	3号	中广核	2024	2025/11/19	-	-	-
辽宁徐大堡	1号	中核集团	2023	2023/11/15	-	-	-
辽宁徐大堡	2号	中核集团	2023	2024/7/17	-	-	-
辽宁徐大堡	3号	中核集团	2021	2021/7/28	2023/7/25	-	-
辽宁徐大堡	4号	中核集团	2021	2022/5/19	2024/6/18	-	-
广东陆丰	1号	中广核	2024	2025/2/24	-	-	-
广东陆丰	5号	中广核	2022	2022/9/8	2024/4/29	-	-
广东陆丰	6号	中广核	2022	2023/8/26	2025/7/14	-	-
广东廉江	1号	国电投	2022	2023/9/29	-	-	-
广东廉江	2号	国电投	2022	2024/4/26	-	-	-
浙江金七门	1号	中核集团	2023	2025/8/10	-	-	-
山东招远	1号	中广核	2024	2025/11/18	-	-	-

资料来源: 各公司公告、核闻天下、中国能源网、生态环境部、惠州日报、央视新闻、福建省人民政府、辽宁省人民政府、今日惠州网、南方都市报、中国能源报、中国核电网、澎湃新闻、山东省人民政府、中国核工业、中广核官网、环球网、央广网、中国日报网、中国核电信息网、国资委、新华社、国家原子能机构、闪电新闻、中国核能行业协会、中广核工程、苍南县人民政府、中国核能行业协会、证券时报、连云港发布、中国能源研究会核能专业委员会、海南国资、光明网、大众网、观察者、中国能源网、国盛证券研究所

图表40: 全国已核准待建核电站 (截至 2025 年 12 月)

核电站名	机组号	业主	核准年份	技术路线	单机功率 (Mwe)	建设许可证颁发时间
浙江三门	5号	中核集团	2025	华龙一号	1215	-
浙江三门	6号	中核集团	2025	华龙一号	1215	-
山东海阳	5号	国电投	2025	CAP1000	1300	-
山东海阳	6号	国电投	2025	CAP1000	1300	-
广东台山	3号	中广核	2025	华龙一号	1200	-
广东台山	4号	中广核	2025	华龙一号	1200	-
广西防城港	5号	中广核	2025	华龙一号	1208	-
广西防城港	6号	中广核	2025	华龙一号	1208	-
广东太平岭	4号	中广核	2023	华龙一号	1209	2025/6/5
浙江三澳	4号	中广核	2024	华龙一号	1215	2025/11/13
广东陆丰	2号	中广核	2024	CAP1000	1245	2025/2/10
浙江金七门	2号	中核集团	2023	华龙一号	1200	2025/8/6
山东招远	2号	中广核	2024	华龙一号	1214	2025/11/14
江苏徐圩	1号	中核集团	2024	华龙一号	1208	-
江苏徐圩	2号	中核集团	2024	华龙一号	1208	-
江苏徐圩	3号	中核集团	2024	高温气冷堆	660	-
广西白龙	1号	国电投	2024	CAP1000	1250	-
广西白龙	2号	国电投	2024	CAP1000	1250	-
福建霞浦	1号	华能集团	2025	华龙一号	-	-
福建霞浦	2号	华能集团	2025	华龙一号	-	-

资料来源: 中国铀业招股说明书、核闻天下、生态环境部、惠州日报、中国核电公告、中国能源网、羊城派、广西日报、国盛证券研究所

图表41: 中广核在建核电站未来土建需求测算 (不考虑后续新核准机组)

测算假设		内容				
每台机组土建价值量		80 亿元				
土建周期		2 年				
单台机组年均土建需求		40 亿元				
核电机组	2026	2027	2028	2029	2030	
宁德 5 号	0.5					
宁德 6 号	1	1				
太平岭 3 号	1	0.5				
三澳 3 号	1	1				
三澳 4 号		1	1			
陆丰 1 号	1					
招远 1 号	1					
招远 2 号		1	1			
陆丰 2 号	0.5	1	0.5			
太平岭 4 号	0.5	1	0.5			
台山 3 号			0.5	1	0.5	
台山 4 号			0.5	1	0.5	
防城港 5 号			0.5	1	0.5	
防城港 6 号			0.5	1	0.5	
合计 (台)	6.5	6.5	5	4	2	
土建需求 (亿元)	260	260	200	160	80	

资料来源: 中国铀业招股说明书、核闻天下、生态环境部、惠州日报、中国能源网、羊城派、央视新闻、福建省人民政府、南方都市报、澎湃新闻、山东省人民政府、中广核公告、国盛证券研究所测算

2) 模块化占比: 今年起模块化建造方式已在多个在建机组实现“从 0 到 1”突破, 后续渗透率预计快速提升, 我们按照 30%-70%模块化率进行敏感性测算(中值约 50%)。

3) 公司市占率: 由于核电工程对安全质量要求极高, 预计产业链各环节均有较严格供应商名录。模块化系核电领域新型建造方式, 当前公司已有中广核模块订单落地, 后续预计将在其体系内占有较高份额, 我们按照 20%-50%市占率进行敏感性测算(中值 35%)。

4) 综合净利率: 参考转债募投项目测算值, 给予 10%净利率水平假设。

中性假设下, 我们测算中广核核电模块业务有望为公司贡献 **4.6 亿**增量业绩, 业务成长性优异。

图表 42: 中广核核电模块对公司贡献业绩敏感性测算

核电模块 贡献业绩 (亿元)	模块化占比				
	30%	40%	50%	60%	70%
20%	1.6	2.1	2.6	3.1	3.6
30%	2.3	3.1	3.9	4.7	5.5
市占率 35%	2.7	3.6	4.6	5.5	6.4
40%	3.1	4.2	5.2	6.2	7.3
50%	3.9	5.2	6.5	7.8	9.1

资料来源: 中国铀业招股说明书、核闻天下、生态环境部、惠州日报、中国能源网、羊城派、央视新闻、福建省人民政府、南方都市报、澎湃新闻、山东省人民政府、中广核公告、公司公告、国盛证券研究所测算

4. 盈利预测、估值及投资建议

营业收入: 预计 2025-2027 年公司分别实现营业收入 **28.2/30.8/38.3 亿元**, 同比 **-19%/+9%/+24%**。

1) 工程服务: 下游以精细化工为主, 2023-2024 年受益核心客户对华投资增加, 收入显著扩张, 2025 年考虑大部分大单执行高峰已过, 预计收入有所收缩, 假设同降 22%; 2026-2027 年预计在低基数上稳步恢复(核心业主资本开支后续维持稳健), 假设分别同增 8%/6%, 对应营收 23.14/24.53 亿元。

2) 工业模块设计与制造: 2025 年工业模块业务收入预计主要仍由 FPSO、精细化工等贡献, 考虑订单周期, 预计全年收入同降 8%至 6.7 亿元。2026 年起受益核电模块化业务开拓(目前已实现“从 0 到 1”突破), 业务规模预计快速扩张, 假设 2026-2027 年分别同增 15%/80%(假设核电模块均计入工业模块业务口径), 对应营收 7.7/13.8 亿元。

毛利率: 受益模块化业务占比提升, 综合毛利率预计延续上行, 测算得 2025-2027 年分别为 16.77%/16.86%/18.36%。**1) 工程服务:** 假设相对稳定, 2025-2027 年分别为 13.3%/13.5%/13.5%; **2) 工业模块:** 今年因部分订单进入结算期, 毛利率大幅上行, 预计全年达 28%, 明年起预计在高基数上小幅回落, 假设 2026-2027 年均为 27%。

期间费用率: **1) 销管费用率:** 考虑到后续跨行业开拓需储备一定销售团队, 叠加营业收入扩张双重影响下, 假设后续销售费用率稳定在 0.6%左右; 管理费用率受益营收扩张, 预计呈下行趋势, 假设 2025-2027 年分别为 4.7%/4.6%/4.5%。**2) 研发费用率:** 按照研

发费用维持较大规模假设，费率预计在收入规模增长态势下小幅收缩，假设 2025-2027 年分别为 1.50%/1.34%/1.30%。

图表43: 主营业务拆分预测表

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	17.21	32.42	34.93	28.19	30.80	38.32
增长率	-13.2%	88.4%	8.0%	-19.3%	9.3%	24.4%
工程服务	13.26	27.40	27.60	21.53	23.14	24.53
增长率	-8.0%	106.6%	0.7%	-22%	8%	6%
工业模块设计和制造	3.88	4.95	7.24	6.66	7.66	13.79
增长率	-26.9%	27.5%	46.4%	-8%	15%	80%
其他业务	0.07	0.00	0.09	0.00	0.00	0.00
毛利 (亿元)	3.41	4.70	5.62	4.73	5.19	7.03
工程服务	2.57	3.37	3.64	2.86	3.12	3.31
工业模块设计和制造	0.78	1.29	1.92	1.87	2.07	3.72
其他业务	0.06	0.05	0.06	0.00	0.00	0.00
毛利率	19.80%	14.54%	16.09%	16.77%	16.86%	18.36%
工程服务	19.37%	12.29%	13.18%	13.30%	13.50%	13.50%
工业模块设计和制造	20.10%	26.04%	26.58%	28.00%	27.00%	27.00%
期间费用率	9.25%	6.29%	7.17%	6.77%	6.60%	6.49%
销售费用率	1.06%	0.61%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
管理费用率	7.01%	4.40%	4.28%	4.70%	4.60%	4.50%
研发费用率	1.18%	1.46%	2.22%	1.50%	1.34%	1.30%
财务费用率	0.00%	8%	0.07%	-0.03%	0.06%	0.09%
归母净利润 (亿元)	1.37	1.90	2.40	2.20	2.46	3.56
增长率	25.8%	38.7%	26.5%	-8.3%	11.8%	44.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.20/2.46/3.56 亿元，同比-8%/+12%/+44%，对应 EPS 分别为 0.49/0.55/0.79 元/股，当前股价对应 PE 分别为 28/25/17 倍。我们选取化工模块及设备相关公司卓然股份、博迈科、杰瑞股份作为同业可比，2025-2027 年可比 PE 均值分别为 35/22/15 倍。公司当前 PE 与同业可比较为接近，考虑核电模块业务突破，成长空间有望进一步打开，首次覆盖给予“买入”评级。

图表44: 可比公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE				PB
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
利柏特	13.73	0.54	0.49	0.55	0.79	25.6	28.0	25.0	17.3	3.12
卓然股份	11.22	0.41	0.48	0.60	0.82	27.7	23.4	18.7	13.7	1.01
博迈科	13.93	0.36	0.25	0.55	1.17	39.0	56.3	25.4	11.9	1.24
杰瑞股份	75.13	2.57	3.00	3.58	4.18	29.3	25.0	21.0	18.0	3.47
可比公司 (剔除利柏特) 平均值						32.0	34.9	21.7	14.5	1.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 *注: 股价截至 2025/12/26, 可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期

5. 风险提示

化工资本开支大幅收缩风险、核电模块化业务不及预期、测算存在误差风险等。

1) 化工资本开支大幅收缩风险: 当前精细化工仍为公司业务主要下游领域,若化工行业资本开支大幅收缩,可能会对公司业绩造成不利影响。

2) 核电模块化业务不及预期: 今年以来核电领域模块化应用持续增长,但如若后续渗透率提升不及预期,可能会对公司模块业务增长造成不利影响。

3) 测算存在误差风险: 本文对中广核土建需求、公司模块化业务等测算均基于假设参数,可能与实际存在一定误差。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com