



青龙管业 (002457.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

趁势新周期，受益水利增量+改造存量

投资逻辑

PCCP 管道行业集中度高，我们看好“十五五”水利投资景气度。
PCCP 管为混凝土管道的一种，主要应用于国家重大引调水工程、城市供水系统等。根据中国混凝土及水泥制品协会数据，2023 年我国 PCCP 管产量为 1438 千米，CR10 占比超 80%，CR2 占比超 40%。PCCP 管行业壁垒主要体现在大口径生产难度高、对供应商口碑要求高、运输半径低需要全国布局，因此后发者较难进入。从近五年数据看，公司混凝土管业务毛利率上行周期可达 39.9%，周期底部为 29.5%，下行周期虽有下降但仍有韧性。我国水利投资连续四年破万亿元，2026 年将靠前实施一批重大水利工程，将开工辽东半岛水资源配置、湖北引江补汉沿线补水工程等重大引调水工程，有望对 PCCP 管材需求形成支撑。

公司 PCCP 管市占率行业领先，西北区位优势凸显。公司主营业务包括混凝土管（包含 PCCP 管）、塑料管、复合钢管，2025H1 收入占比分别为 50.6%、23.2%、14.8%。根据中国混凝土及水泥制品协会数据，公司 2023 年 PCCP 管领域市占率为 24%，位列行业第二。从区位上看，公司主要收入来自西北地区，收入占比达 54.2%且西北地区毛利率比综合毛利率高 2.4pct；公司优势区域普遍缺水，引调水需求为刚需，新疆、甘肃等均有国家级引调水工程在建或待建，当地 PCCP 管需求相对旺盛。

塑料管&复合钢管补齐管材拼图，拓展风电混塔探索新增长级。公司塑料管/复合钢管产能分别为 16.5/7 万吨，依托 PCCP 管在西北区位的强话语权，挖掘城市给排水、农田建设等市场需求进一步增厚业绩；同时，公司合作天杉高科拓展风电混塔业务并于初步具备订单及收入规模，未来有望成为公司第二增长曲线。

盈利预测、估值和评级

我们看好“十五五”水利投资景气度以及公司在 PCCP 管行业的龙头地位与区域卡位优势。公司预告 2025 年归母净利润预计为 1.25-1.80 亿元，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.8、2.8、3.4 亿元，现价对应 PE 分别为 24.0、15.5、12.6 倍。可比公司 2026 年平均 PE 为 17.2 倍，考虑到公司 To G 属性更强且细分 PCCP 赛道集中度更高，上行期业绩弹性更大，给予公司 2026 年 20xPE，对应目标市值 55.2 亿元，目标价 16.5 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

水利投资不及预期；原材料价格大幅波动；地产表现不及预期。

建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

liyang10@gjzq.com.cn

联系人：谭宸

tanchen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.84 元

目标价 (人民币)：16.50 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,061	2,818	2,670	4,434	5,997
营业收入增长率	-19.92%	36.73%	-5.27%	66.07%	35.25%
归母净利润(百万元)	25	268	178	276	341
归母净利润增长率	-85.21%	976.43%	-33.39%	54.64%	23.58%
摊薄每股收益(元)	0.074	0.803	0.535	0.827	1.022
每股经营性现金流净额	0.96	0.38	0.38	-0.60	-0.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.09%	10.85%	6.88%	10.00%	11.51%
P/E	126.34	14.45	24.01	15.53	12.56
P/B	1.38	1.57	1.65	1.55	1.45

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、公司概况：PCCP 管道龙头，产品矩阵辐射各类管材	4
1.1、公司简介：国内高品质输水管道综合制造商	4
1.2、财务数据：呈现周期性波动，产品结构正在优化	4
1.3、订单情况：高基数下新签订单放缓，未结转订单充足	6
2、管道行业：“十五五”开启水利投资新周期，管道需求可期	7
2.1、PCCP 管：行业格局集中，To G 属性较强	8
2.2、塑料管：格局相对分散，全面受益地下管网改造	9
3、青龙管业：多产品矩阵受益万亿管网投资，拓展海外新市场&风电混塔新赛道	11
3.1、全国化产能布局，PCCP 管全国领先	11
3.2、外延式发展：向风电、出海要空间	12
4、盈利预测与投资建议	14
4.1 盈利预测	14
4.2 投资建议及估值	15
风险提示	16

图表目录

图表 1：股权结构与子公司情况（截至 2025/10/20，收入占比为 2025H1 数据）	4
图表 2：公司发展历程	4
图表 3：青龙管业收入波动周期性明显	5
图表 4：2024 年结转高峰业绩集中释放	5
图表 5：青龙管业主要收入分布（按产品）	5
图表 6：青龙管业分业务毛利率对比	5
图表 7：青龙管业的毛利率、净利率表现	6
图表 8：销售费用率、管理费用率、研发费用率表现	6
图表 9：青龙管业新签订单额及同比增速	6
图表 10：青龙管业结转订单额及同比增速	6
图表 11：青龙管业新签订单业务占比	7
图表 12：青龙管业结转订单结构占比	7
图表 13：2012-2025 年水利投资及同比增速	7
图表 14：全国供水及排水管道长度持续增长	8
图表 15：“十五五”水利相关管网投资占比较高	8
图表 16：三种不同混凝土管道性能对比	8
图表 17：2020-2023 年 PCCP 行业 TOP10 产量及同比增速	9



图表 18: 2023 年 PCCP 行业产量结构分布 (GR10)	9
图表 19: PCCP 管双龙头毛利率表现对比	9
图表 20: PCCP 管双龙头业务收入增速对比	9
图表 21: 我国塑料管材产量及同比增速	10
图表 22: 塑料管道下游结构	11
图表 23: 2024 塑料管材产量分布	11
图表 24: 青龙管业 PCCP 管市占率持续位于第一梯队	11
图表 25: 公司混凝土管量价拆分	11
图表 26: 公司不同地区毛利率对比	12
图表 27: PCCP 管上市企业毛利率对比	12
图表 28: 公司塑料管量价拆分	12
图表 29: 公司复合钢管量价拆分	12
图表 30: 风电混塔生产工艺流程图	13
图表 31: 风电混塔示意图	13
图表 32: 公司与中材国际战略合作协议内容	13
图表 33: 分业务收入预测 (亿元)	14
图表 34: 可比公司估值 (2026/2/10)	16



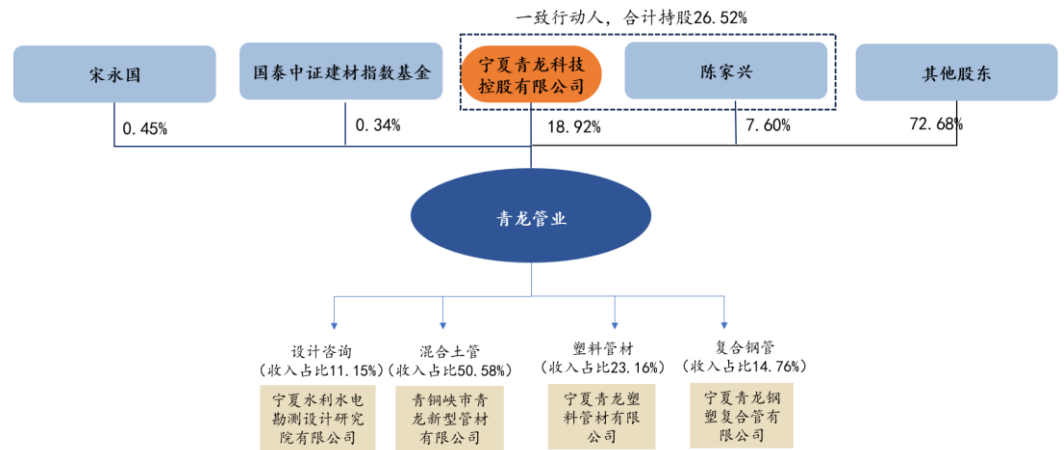
1、公司概况：PCCP 管道龙头，产品矩阵辐射各类管材

1.1、公司简介：国内高品质输水管道综合制造商

公司成立于 1975 年，前身为宁夏水利制管厂，由国家原水利电力部投资设立，曾隶属于宁夏水利厅，2010 年在深交所上市。公司主营业务包含 PCCP（预应力钢筒混凝土管）、BCCP（钢筋缠绕钢筒混凝土管）、PE 管、RCP 等。截至 2025H1，公司在混凝土管、塑料管材及复合钢管三大核心板块营收占比分别为 50.58%、23.16%和 14.76%。从区域来看，公司深耕西北地区，贡献超过 54%的主营收入。

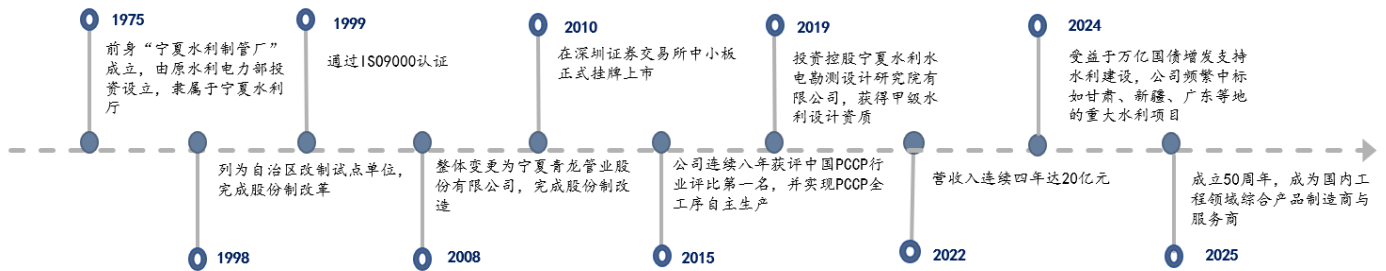
截至 2025/10/20，公司实控人为陈家兴，其与宁夏青龙科技控股有限公司为一致行动人，合计持股 26.52%。陈家兴 1989 年开始担任宁夏水利制管厂厂长（公司前身），目前担任青龙管业集团党委书记。

图表1：股权结构与子公司情况（截至 2025/10/20，收入占比为 2025H1 数据）



来源：iFind，国金证券研究所

图表2：公司发展历程



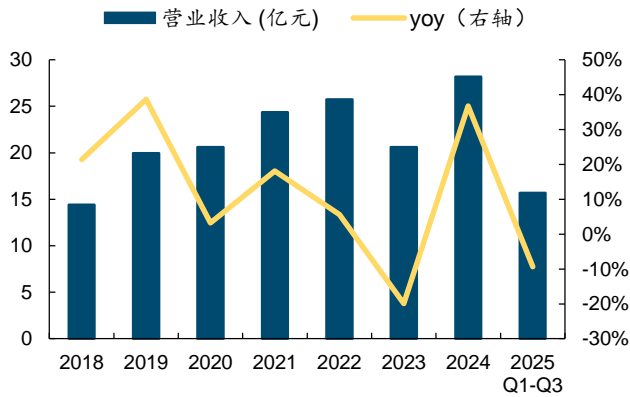
来源：公司官网，甘肃省宁夏商会微信公众号，国金证券研究所

1.2、财务数据：呈现周期性波动，产品结构正在优化

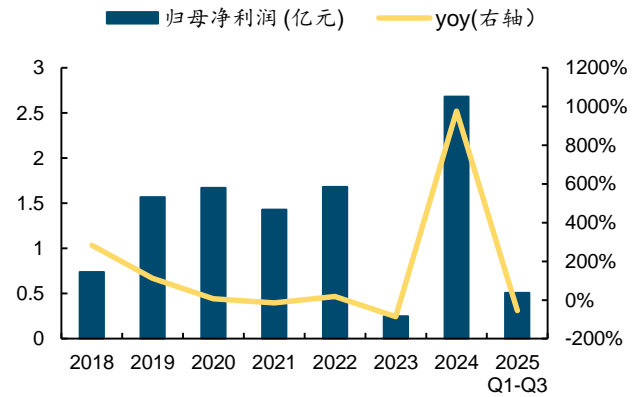
业绩短期承压，核心管材业务保持韧性。2025Q1-Q3 实现营收/归母净利润 15.68 亿元/0.51 亿元，分别同比-9.3%/-54.9%。根据公司年报预告，预计 2025 年归母净利润为 1.25~1.8 亿元，同比下降 32.8%~53.3%，主要系：1) 行业阶段性调整导致公司主要产品订单量、发货量下滑，营收同比减少；2) 产品销售结构变化，排水管占比提升致使毛利率下降；3) 公司为推进战略布局、拓展业务及渠道，加大市场推广与人才储备投入，人员及管理成本增加，推高期间费用率。



图表3: 青龙管业收入波动周期性明显



图表4: 2024年结转高峰业绩集中释放



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

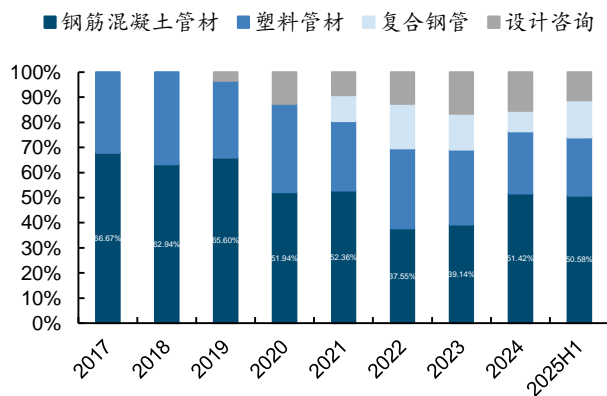
从业务结构来看, 钢筋混凝土管材、塑料管材及复合钢管贡献主要收入与利润。2025H1 公司混凝土管材、塑料管材收入占比分别为 50.6%、23.2%, 毛利占比分别为 56.8%、17.4%。

1) 混凝土管材业务: 主要包括预应力钢筒混凝土管 (PCCP)、钢筋混凝土排水管等, 是公司的基石业务。2025H1 混凝土管材业务实现收入 4.72 亿元, 同比-0.12%。2024 年混凝土管材销量 702.27 公里, 单价 206.37 万元/公里, 分别同比增加 62.38%/10.58%; 毛利率为 32.73%, 同比-4.43pct。2025H1 收入增速有所放缓主要部分项目资金到位较慢, 实物工作量转化慢于预期。

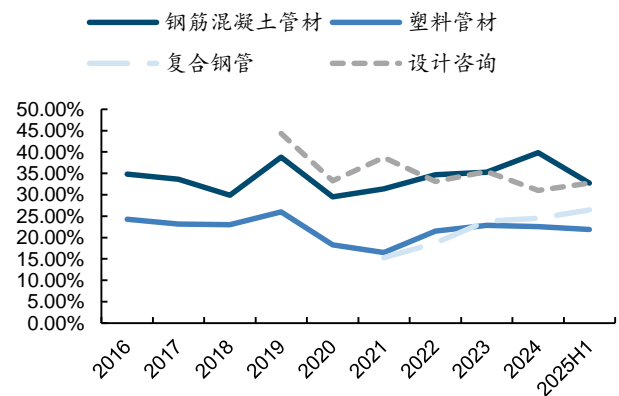
2) 塑料及复合管材业务: 产品主要围绕城市供排水及节水灌溉领域, 涵盖 PE/PVC 塑料管、钢塑复合管等。2025H1 塑料管材业务受市场需求影响而承压, 实现收入 2.16 亿元, 同比-34.09%, 毛利率 21.91%。2024 年塑料及复合管材销量 7.37 万吨, 同比+54.99%; 单价 0.94 万元/吨, 同比-26.61%。

3) 复合钢管业务: 公司 2020 年新拓展复合钢管业务, 2025H1 实现收入 1.38 亿元, 同比大幅增长 62.55%, 毛利率同比提升 0.46pct 至 26.47%。2024 年复合钢管销量 3.31 万吨, 单价 0.70 万元/吨, 分别同比下降 15.21%/7.02%, 单价下滑主要系钢价下滑。

图表5: 青龙管业主要收入分布 (按产品)



图表6: 青龙管业分业务毛利率对比



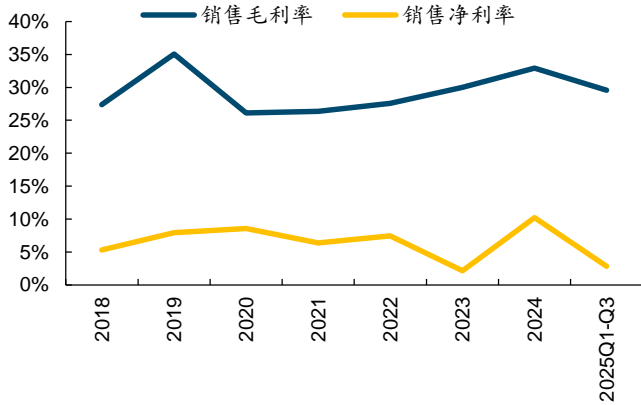
来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

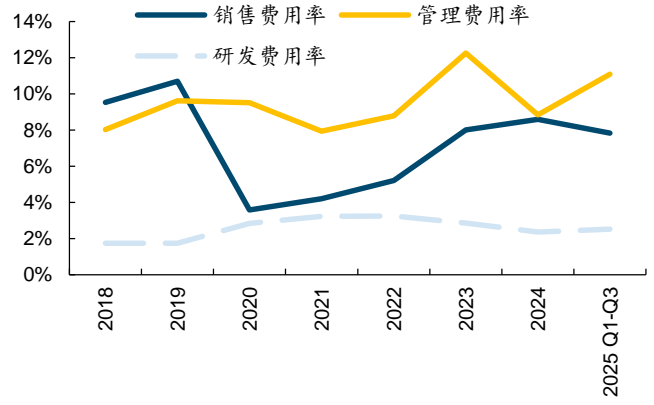
行业周期及产品结构变化对利润率产生影响。2025Q3 公司毛利率/净利率分别为 29.57%/2.82%, 分别同比-1.71/-4.29pct, 净利率降幅更大主要系费用率同比提升。2025Q1-Q3 公司期间费用率为 22.33%, 同比上升 2.09pct; 其中, 销售/管理/研发费用率分别为 7.84%/11.09%/2.52%, 分别同比-0.38/+2.03/+0.20pct。



图表7: 青龙管业的毛利率、净利率表现



图表8: 销售费用率、管理费用率、研发费用率表现



来源: iFind, 国金证券研究所

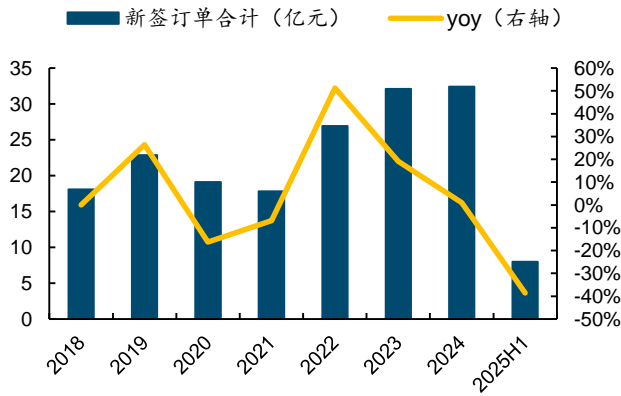
来源: iFind, 国金证券研究所

1.3、订单情况: 高基数下新签订单放缓, 未结转订单充足

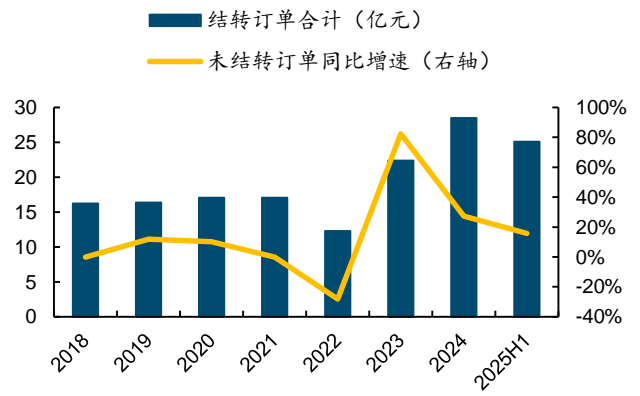
公司在手订单充足, 新签订单结构有所调整。2025H1 公司新签订单 8.0 亿元, 同比下滑 38.6%; 在手未结转订单 25.1 亿元, 同比+15.8%。

从订单结构来看, 2025H1 新签订单中, 混凝土管道、塑料管、复合钢管、风电混塔订单占比分别为 32.5%、42.5%、13.8%、11.3%, 混凝土管新签订单下降预计主要受部分大型水利项目资金到位偏慢影响; 未结转订单中, 混凝土管道、塑料管、复合钢管、风电混塔订单占比分别为 74.5%、11.2%、12.8%、1.6%, 未结转订单维持较高水平有望在未来逐步兑现。

图表9: 青龙管业新签订单额及同比增速



图表10: 青龙管业结转订单额及同比增速

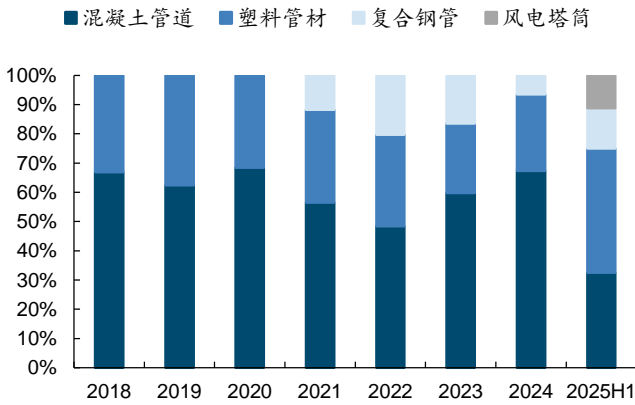


来源: iFind, 国金证券研究所

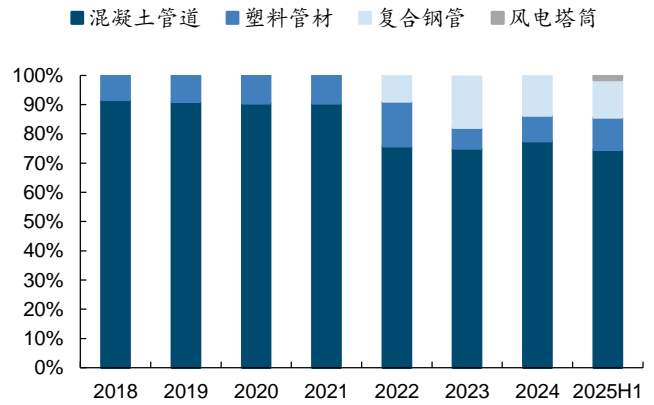
来源: iFind, 国金证券研究所



图表11: 青龙管业新签订单业务占比



图表12: 青龙管业结转订单结构占比



来源: iFind, 国金证券研究所

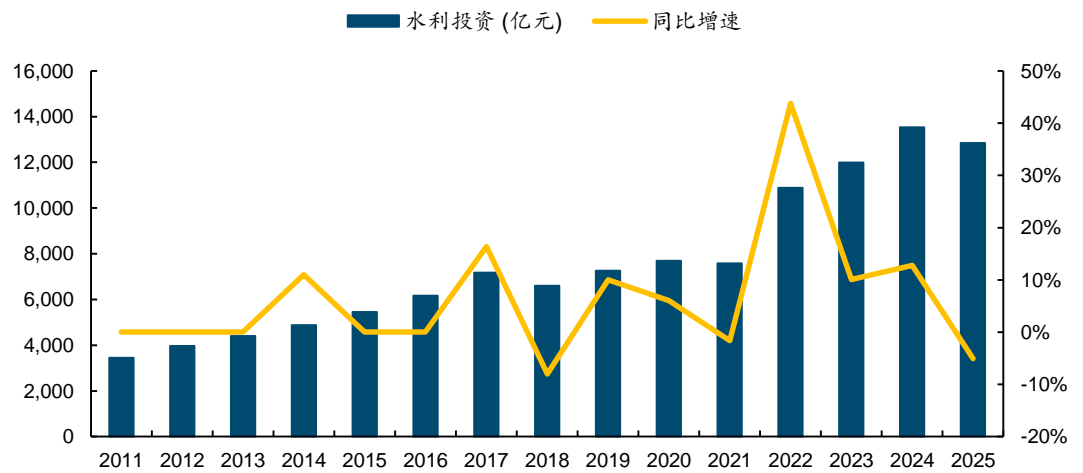
来源: iFind, 国金证券研究所

2、管道行业：“十五五”开启水利投资新周期，管道需求可期

公司管材主业（混凝土管、塑料管、钢管）与水利投资景气度挂钩，“十五五”水利投资有望开启新周期。“十四五”期间水利投资达 5.68 万亿，连续 4 年投资破万亿元，2025 年水利投资 12848 亿元，同比-5.0%，主要系前期基数较高（2022、2023、2024 年增速分别为 43.8%、10.10%、12.80%）。

- 在保障防洪安全方面，开工福建上白石水库、太湖太浦河后续一期工程，太浦河后续一期工程主要是提高太湖流域的洪水外排能力和区域的排涝能力，主要涉及 PCCP 管、钢管。
- 在重大引调水工程方面，将开工辽东半岛水资源配置、湖北引江补汉沿线补水工程，湖北引江补汉沿线补水工程将为宜昌、荆州、襄阳 14 个县的 404 万人口、396 万亩耕地提供供水保障，主要涉及 PCCP 管、钢管、塑料管。
- 在灌区方面，将新建广东雷州半岛、江西井冈山等大型灌区，广东雷州半岛、江西井冈山这两个大型灌区设计灌溉面积超过 600 万亩；同时，整装推进四川都江堰等灌区的现代化改造，进一步完善区域、省级水网格局，提升流域区域的防洪能力、供水保障能力和粮食产能，主要涉及 PCCP 管、钢管、塑料管。

图表13: 2012-2025 年水利投资及同比增速



来源: iFind, 国金证券研究所

“十五五”期间预计 70 万公里地下管网投资带动 5 万亿投资，从“局部补短板”升级为“国家级战略工程”。管材需求有望受益地下管网建设，具体来看，有几方面值得关注：

- 投资强度提高：2024 年 10 月国家发改委在新闻发布会中提及，预计“未来五年需要

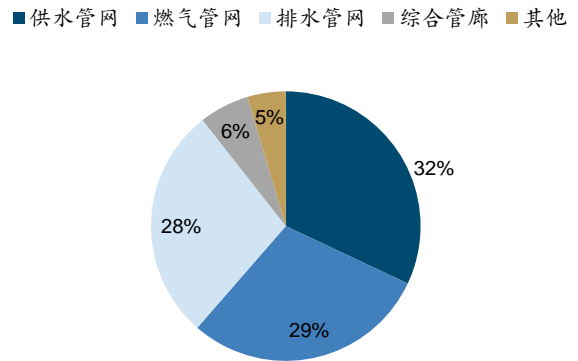
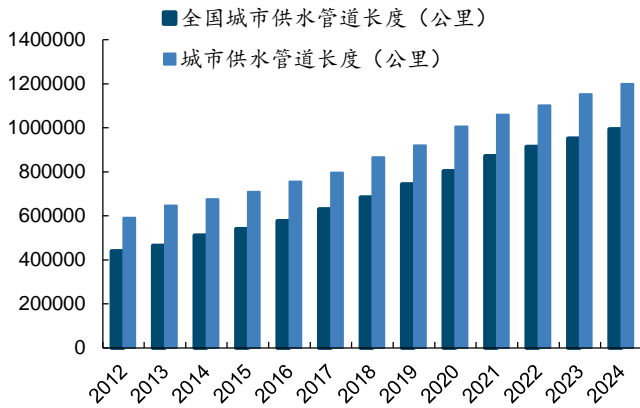


改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量将近 60 万公里，投资总需求约 4 万亿”。根据财联社，国家发展改革委党组书记、主任郑栅洁表示围绕“‘十五五’时期预计将建设改造地下管网超过 70 万公里，新增投资需求超过 5 万亿元”。

- 重心定位存量：老旧管网更新改造占比较大，针对运行超过 30 年的供水管道、超过 50 年的排水管道等“高危管线”，施工难度与技术要求提高。
- 智慧化全面渗透：物联网传感器、大数据监测平台、AI 运维系统将全面嵌入管网建设，推动地下管网从传统基建向智慧化系统转型。

图表14：全国供水及排水管道长度持续增长

图表15：“十五五”水利相关管网投资占比较高



来源：iFind, 国金证券研究所

来源：现代管业微信公众号, 国金证券研究所

2.1、PCCP 管：行业格局集中，To G 属性较强

混凝土管道分为 PCCP、PCP、RCP 三类，其中，PCCP 是由预应力钢丝、钢筒、混凝土构成的复合管材，是将预应力钢丝按设计要求缠绕在带有薄钢筒（通常 1.5cm 厚）的混凝土管芯上、最后在管外部施喷水泥砂浆保护层而制成。相比于 PCP 和 RCP，PCCP 管道在工作压力和寿命方面均具有显著优势。目前中小型口径管材（DN300-DN1200mm）主要采用 PCP 和 RCP 管，而 PCCP 管道因具有造价低、抗震性强、抗压性好的优点，在长距离大口径（DN>1200mm）输水管道中被广泛应用。

图表16：三种不同混凝土管道性能对比

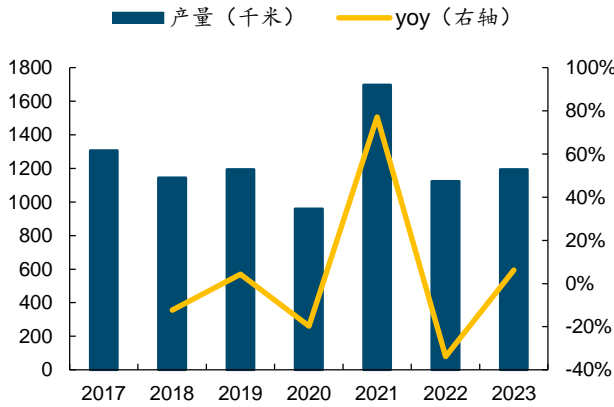
比较项目	预应力钢筒混凝土管 (PCCP)	预应力混凝土管 (PCP)	钢筋混凝土排水管 (RCP)
管径 (mm)	DN600 - DN4000	DN400 - DN2000	DN300 - DN3000
工压 (MPa)	≤ 2.0	≤ 0.8	≤ 0.1
寿命 (年)	> 50	30 - 50	30 - 50
特点	深覆土、耐腐蚀、抗震	强、易控制	-
造价	中	低	低
性价比	高	较高	较高
适用范围	引水、输水工程、城市引水、输水工程	工业供水	工业供水、排水

来源：智研咨询，国金证券研究所

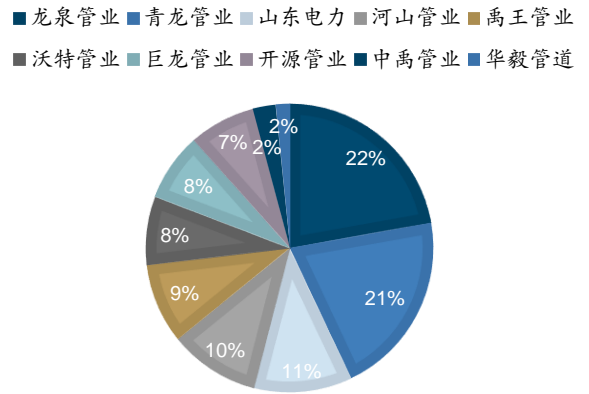
PCCP 行业集中度较高，需求主要来自 G 端重大引调水工程。2023 年我国 PCCP 产量为 1438 千米，前十企业产量为 1194 千米，CR10 达 83%，存量主导企业基本为具备区位优势、资金优势、渠道优势的上市公司和央国企下属企业。行业前三企业分别为龙泉股份（22.2%）、青龙管业（20.7%）、山东电力（11.0%）。PCCP 主要用于大型引调水工程等 G 端重大工程，与水利投资关联度较高。



图表17: 2020-2023年PCCP行业TOP10产量及同比增速



图表18: 2023年PCCP行业产量结构分布 (CR10)

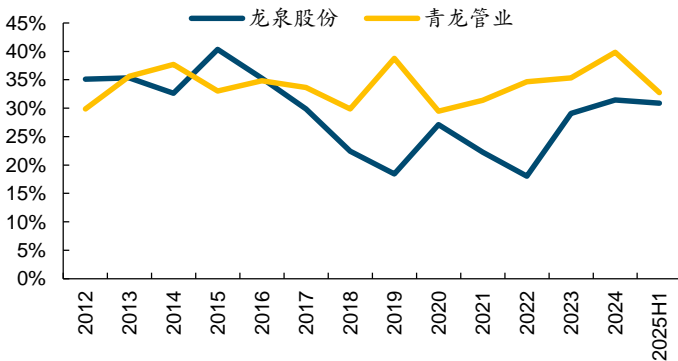


来源: 中国混凝土与水泥协会, 国金证券研究所

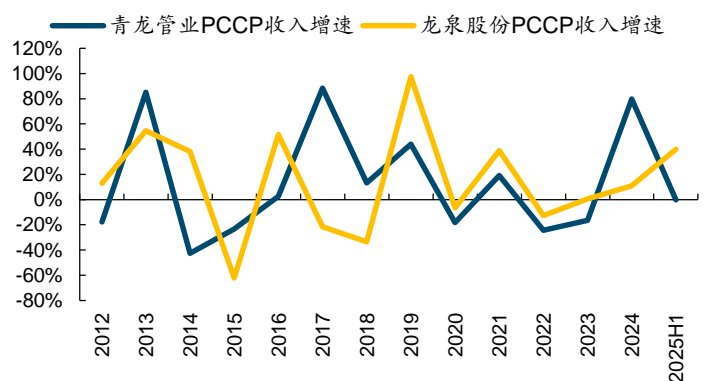
来源: 中国混凝土与水泥协会, 国金证券研究所

景气周期PCCP业绩弹性较大,下行周期盈利能力韧性较强。上行周期,PCCP龙头毛利率可达40%,收入增速弹性较大,同时由于行业产品相对非标因此主要以订单制为主,下游需求与G端投资增速挂钩,周期性较明显;下行周期盈利中枢虽有所下移,但行业集中度较高且龙头企业成本管控较好,盈利韧性较强,例如青龙管业毛利率底部在30%左右。

图表19: PCCP管双龙头毛利率表现对比



图表20: PCCP管双龙头业务收入增速对比



来源: iFind, 国金证券研究所

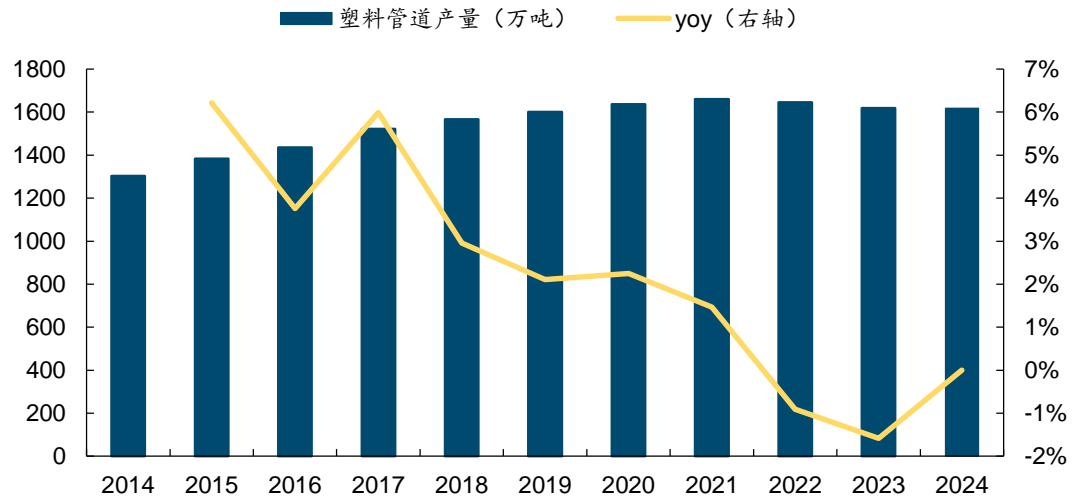
来源: iFind, 国金证券研究所

2.2、塑料管: 格局相对分散, 全面受益地下管网改造

城市更新&地下管网改造释放新需求, 全面拥抱存量翻新市场。2024年我国塑料管材产量为1619万吨, 同比持平。具体而言, 塑料管道按用量从大到小排序: 下游分别是农业(29%), 市政给排水(22%)、建筑给排水(12%)、护套(9%)、市政燃气(9%)、工业(4%)、供暖(2%)、其他(13%)。



图表21: 我国塑料管材产量及同比增速



来源: 兆林咨询微信公众号, 国金证券研究所

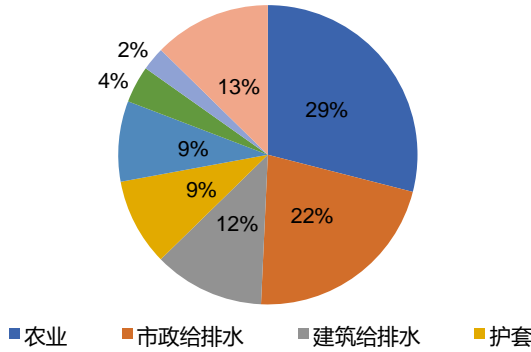
塑料管道主要包括 PVC (聚氯乙烯)、PE (聚乙烯)、PPR (无规共聚聚丙烯, PP 以 PPR 为主)、PB (聚丁烯)、ABS (丙烯腈-丁二烯-苯乙烯) 等。相较于传统的金属管道与水泥管道, 塑料管道具备耐腐蚀性强、寿命长、维护成本低且安全可靠等优点, 因此在农业、市政以及建筑给排水等下游场景中被广泛推广应用。

- PVC 管道主要用于建筑排水、电线护套等, 产品单价低、同质化严重, 区别在成本优势。首先, 塑料管道管内空、体积大, 导致运输效率较低, 普遍运输半径为 500-800 公里, 因此塑料管道生产厂商通常会设立在下游需求集中的区域, 从而降低基地与用户之间的距离和响应时间。此外, 增大生产规模可以实现规模经济、降低原材料和生产成本, PVC 龙头例如中国联塑目前已在 20 个省份及海外国家建立超 30 个生产基地。
- PE 管道主要用于市政给排水、燃气运输、电力及光纤护套等, 下游以 TO G 客户为主, 主体包括自来水公司、燃气公司、电力公司等, 通过招标获取订单, 安全、保供、售后服务同样重要, 不以价格单一决定。
- PPR 管道主要用于建筑内给排水, 与家装联系紧密, 管道质量直接影响居民健康, 兼具功能属性 (防漏、抗菌、防腐) 与消费属性 (消费升级、品牌信任、售前售后服务)。PPR 管道零售属性强, 客户群体分散, 售后服务直达消费者, 新房、基建需求疲软背景下旧房装修占比提升, 有助于公司对冲行业下行风险, 平滑房产周期。

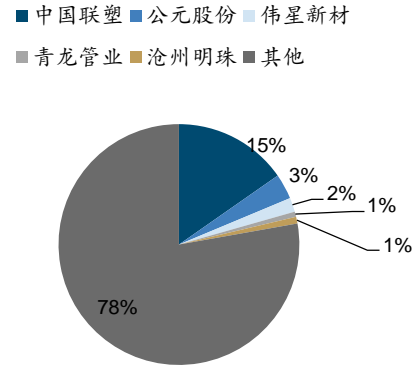
塑料管道格局较为分散, 各家企业商业模式及产品亦有区别。截至 2024 年底, 从产量口径看, 塑料管 CR20 约 40%, 头部企业主要有中国联塑 (15%)、公元股份 (3%)、伟星新材 (产量总口径约 2%, PPR 产品约 8%)。行业较为分散主要系塑料管道单位投资成本在 8000 元/吨上下, 平均投资回报年限 3-5 年, 初始投资要求低, 且产品本身技术较为成熟, 整体准入门槛较低, 导致行业呈现典型的长尾特征, 存在大量中小企业。伟星新材主打产品是 PPR 管道管件, 终端使用以 To C 为主; 中国联塑、公元股份等主打 PVC 产品, 侧重规模扩张、批发销售, 终端使用以 To 小 B 为主。



图表22: 塑料管道下游结构



图表23: 2024 塑料管材产量分布



来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

来源: 瑞达恒微信公众号, 国金证券研究所

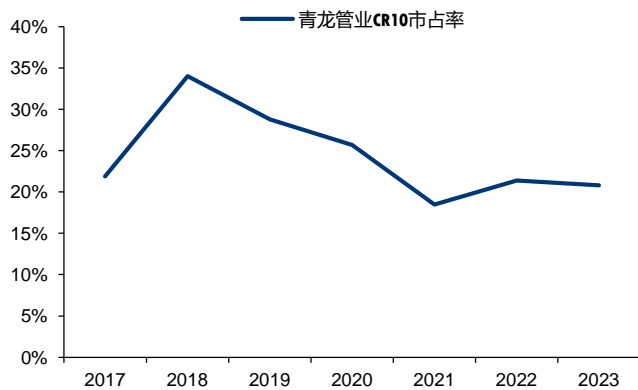
3、青龙管业: 多产品矩阵受益万亿管网投资, 拓展海外新市场&风电混塔新赛道

3.1、全国化产能布局, PCCP 管全国领先

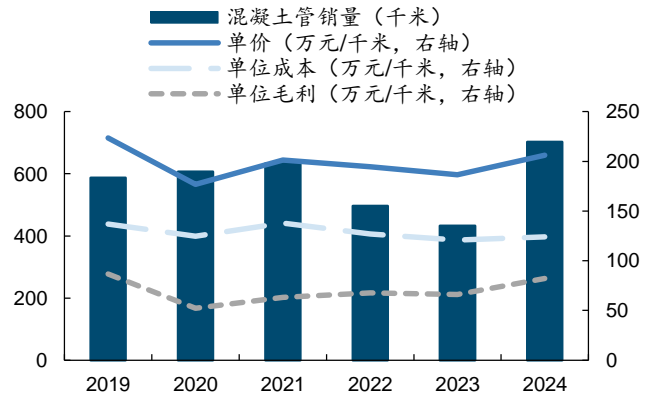
国内 PCCP 唯一 100% 工序自主生产, 市占率位于第一梯队。根据中国混凝土与水泥制品协会, 2023 年公司在产量 TOP10 企业中市占率达 20.8%。

- 产能布局方面, 公司自 2015-2022 年连续 8 年排名全国重点预应力钢筒混凝土管企业产量第一。目前公司共设有 19 个预应力钢筒混凝土管的生产基地, 实现全国化布局。
- 生产工艺方面, 公司自上世纪 70 年代起便投身输水压力管道生产领域, 管道生产经验丰富。并持续对生产工艺与设备实施优化改良, 提升自动化水平。目前, 公司已成为国内 PCCP 行业唯一实现 100% 工序自主生产的企业。
- 研发能力方面, 近年来公司持续推动科技创新布局, 巩固研发竞争力。公司旗下设有宁夏“区级企业技术中心”和“宁夏回族输水管道工程技术研究中心”, 并与国内多所高校签订战略合作协议, 在科技合作与人才培养方面达成深度合作。截至报告期末, 公司共取得各类科技成果登记 20 多项, 并获得大禹科学技术奖、行业技术革新奖、省部级科技进步奖在内的多项奖项。同时, 公司主持和参与制定多项混凝土管道、塑料管道的国家标准。

图表24: 青龙管业 PCCP 管市占率持续位于第一梯队



图表25: 公司混凝土管量价拆分



来源: 中国混凝土与水泥协会, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

解决水资源分布不均问题持续带动 PCCP 管需求。西北地区受气候影响水资源持续短缺,

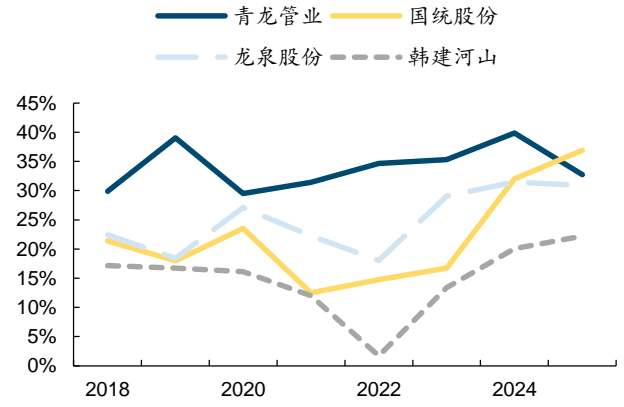
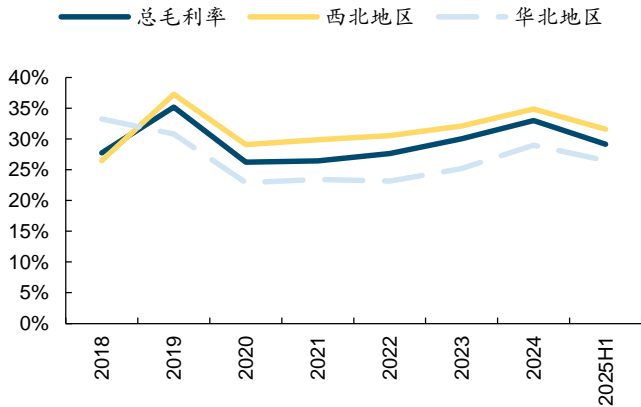


主要通过引调水解决，因此 PCCP 管需求较其他地区更旺盛。“十五五”期间，南水北调后续工程将全面提速——西线工程前期论证取得突破，未来将从长江上游向黄河上游补水，彻底解决西北干旱区缺水问题。

扎根西北地区，公司 50% 以上收入来自西北，2025H1 西北、华北及综合毛利率分别为 31.56%、29.14%、26.50%，西北地区盈利能力更强；横向对比来看，公司毛利率亦有优势。我们认为主要得益于西北地区订单盈利能力更强。

图表26：公司不同地区毛利率对比

图表27：PCCP管上市企业毛利率对比



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

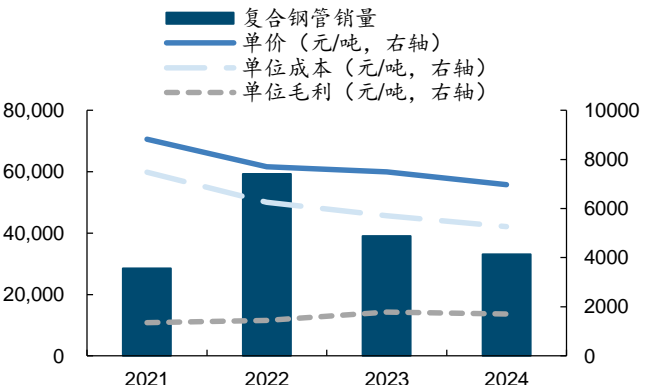
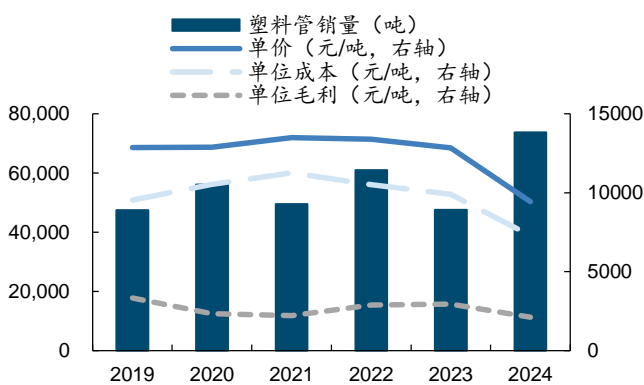
注：青龙管业为混凝土管毛利率，其余为 PCCP 管毛利率

兼顾塑料管，拓展复合钢管，挖掘增量需求。

- 塑料管，公司塑料管年产能 16.5 万吨，分别位于宁夏、甘肃、河南，市场覆盖产能及产能周边省份区域。2024 年公司塑料管贡献收入 6.95 亿元，同比+13.75%；
- 复合钢管，公司 2020 年开拓复合钢管业务，年产能 7 万吨。适用于水利、石油、天然气、煤气、自来水、化工、电力、污水处理等。2024 年公司复合钢管贡献收入 2.31 亿元，同比-21.11%。

图表28：公司塑料管量价拆分

图表29：公司复合钢管量价拆分



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

3.2、外延式发展：向风电、出海要空间

合作国内混塔龙头天杉高科，拓展风电混塔领域。2025 年 7 月，公司公告与天杉高科签订战略合作框架协议，协议中提出在约定范围内，天杉高科采购的混凝土风电塔筒订单，在子公司天津海龙管业产能满足且符合定价规则的情况下优先由海龙管业生产；同时，双方共同协商制定海龙公司生产基地改造方案，由海龙管业具体实施并具备混凝土风电塔筒生产能力，天杉高科在海龙公司生产基地改造过程中应当提供必要的技术支持和帮助。截至 2025H1，公司新签风电塔筒订单 0.9 亿元。



天杉高科为国内混塔龙头。天杉高科为金风科技子公司，作为国内首家自主开发钢混塔架产品的解决方案提供商，天杉高科基于超过 2GW 钢混塔设计、施工技术积累，为两项行业标准的制订提供了科学的理念和现实依据。截至天杉高科自主研发设计的钢混塔架平台自 2013 年首台并网，已应用于覆盖 1.5MW~7MW 容量机组、90m~185m 轮毂高度机型，混塔市场并网占有率达到 40%。截至 2024 年 7 月，天杉高科已累计获取混塔订单突破 11GW，市场占有率连续多年稳居行业第一。

风电设施的塔筒技术路线可分为钢塔和混塔以及桁架塔。

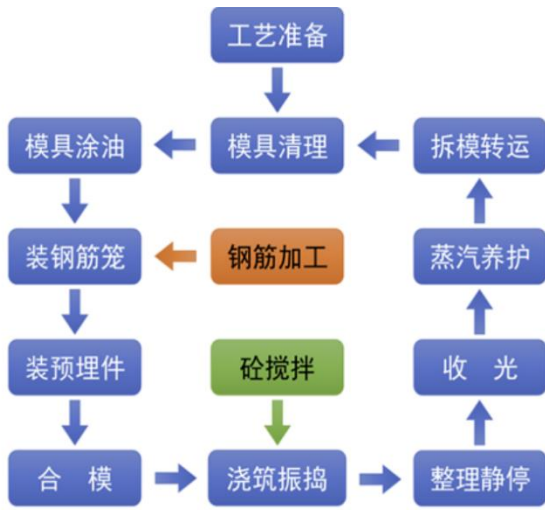
- 钢塔是过去的主流方案，技术路线较为成熟，但对于高度超过 140 米的风电设施经济性和安全性开始边际走弱。
- 混塔近年开始兴起，其是一种由钢塔筒和预制混凝土共同构成的风电机组支撑系统，上部是钢制塔筒段，安装风电主机；下部是混凝土段，由预制混凝土构件拼装而成的锥筒结构，自上而下锚固数根钢绞线施加预应力，使其具有极强的稳定性，中间由过渡段连接。

风电设施高度持续提升，带动行业进入混塔时代。CWEA 数据显示，2024 年全国新增风电机组平均轮毂高度达 124 米，比 2023 年增长 10 米。新增 130-159 米高的轮毂装机占比 15.6%，比 2023 年增长 4.2%。160 米以上轮毂装机占比 14%，较 2023 年增长 8.3%。

对于高度较高的风电设施，混塔经济性较明显。根据《中国陆上钢混塔架白皮书》数据，2023 年钢混塔架市场招标量达 17GW，占年度陆上风电招标量的 20%，预测未来这三年钢混塔架招标量将进一步攀升至 40% 以上。

图表30：风电混塔生产工艺流程图

图表31：风电混塔示意图



来源：风电世界微信公众号，国金证券研究所

来源：风电世界微信公众号，国金证券研究所

合作中材国际借船出海，开辟海外市场。2018 年，公司与中国十五冶金建设集团有限公司、中铁一局集团有限公司、山西一建集团有限公司三家大型国有企业合作首次出海西非喀麦隆。2018-2024 年整体海外收入占比仍较小。2025 年 9 月，公司公告与中材国际签订《战略合作协议》，协议内容包含工程业务协同、境外产能布局、产品销售合作、联合产品研发、混塔业务合作。

图表32：公司与中材国际战略合作协议内容

合作内容	具体合作内容
工程业务协同	在双方约定的特定区域范围，共享市场动态与项目信息，联合推动境内外供排水、水处理、市政及节水灌溉等工程市场的开拓，在符合法律法规以及国资委相关规定的前提下，同等条件下，在双方主导的项目中优先选用对方的产品和服务。
境外产能布局合作	青龙管业在国内已有 19 个生产基地，具备丰富的规模化生产与管理经验，有意在重点合作市场布局境外管道制造基地，以更好服务境外项目及市场需求。中材国际利用其属地资源优势及国际化经营网络，为青龙管业境外制造基地的前期筹备提供必要协助，并为工厂建设提供工程建设服务。针对境外



合作内容	具体合作内容
	基地建设的需求，青龙管业可考虑以双方认可的合适方式入驻中材国际在境外相关国家已建或筹建的产业园区。
产品销售合作	中材国际将通过其国际化经营网络，以代理销售或其他双方认可的模式，利用自身客户渠道以及在自身承接的工程项目中优先推荐使用青龙管业的产品，协助青龙管业管道产品在国际市场的推广和销售。
联合产品研发	针对境外不同区域市场的差异化需求，双方将利用其各自科研资源能力和领先技术，共同开展适合国际市场的新产品研发工作
混塔业务合作	结合中材国际的国际化综合优势和混塔研发设计优势及青龙管业在境内的混塔专业生产制造能力，双方拟在全球市场开展混塔业务协同合作，具体将综合考虑适用的技术、交付及合规等要求，并在满足商业合理性原则的前提下“一事一议”。
属地资源共享	利用全球属地资源与渠道，中材国际将为青龙管业国际化战略及布局的市场调研、市场开发等工作提供本土化支持。

来源：公司公告，国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

1) 混凝土管：公司混凝土管主要应用于跨流域调水和城市供排水等相关领域，2025年由于G端项目资金到位较慢拖累新签订单增速，预计2026-27年受益于“十五五”开局，水利投资有望加速，同时公司优势西北区域预计引调水需求较为旺盛，有望拉动PCCP等混凝土管需求。我们预计混凝土管2025-2027年营收分别同比+15.3%、+50.1%、+26.9%，毛利率预计为34.0%、35.0%、35.0%。

2) 塑料管：公司塑料管主要应用于城乡供水、城市供水管网、高标准农田建设及节水灌溉、园林绿化等相关领域，有望受益“十五五”期间70万公里地下管网改造。得益于西北地区混凝土管的强势地位，塑料管在西北地区亦保持了较高市占率，新签订单以及收入结转相对平稳，我们预计2025-2027年塑料管营业收入分别同比-34.2%、+85.2%、+24.7%，毛利率预计分别为22.0%、21.0%、21.0%。

3) 复合钢管：公司2020年开拓复合钢管品类，目前仍以水利需求为主，未来有望逐步开拓增量需求，我们预计2025-2027年复合钢管营收分别同比+1.0%、+175.0%、+60.1%，毛利率预计维持25.0%。

4) 费用率：从历史复盘来看，公司费用率一直较为稳定，主要系公司业务模式较为成熟，25年由于收入或有一定压力，费用率可能有所增长，我们预计2025年销售费用率/管理费用率/研发费用率为8.2%/11.0%/2.6%；2026年销售费用率/管理费用率/研发费用率为8.1%/10.5%/2.6%；2027年销售费用率/管理费用率/研发费用率为8.0%/10.0%/2.6%。

根据以上假设，我们预计2025-2027年公司整体营收分别为26.7、44.3、60.0亿元，同比增速分别为-5%、66%、35%，2025-2027年归母净利润分别为1.8、2.8、3.4亿元，同比增速分别为-33%、55%、24%。

图表33：分业务收入预测（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计营业收入	25.76	20.61	28.18	26.70	44.34	59.97
yoy	5.7%	-20.0%	36.7%	-5.3%	66.1%	35.3%
合计毛利	7.11	6.18	9.28	8.04	13.16	17.28
毛利率	27.6%	30.0%	32.9%	30.1%	29.7%	28.8%
钢筋混凝土管材						
新签订单	13.04	19.2	21.8	16.35	26.16	35.32
yoy	29.6%	47.2%	13.5%	-25.0%	60.0%	35.0%
结转订单	9.3	16.8	22.1	19.75	22.96	29.14
yoy	-39.7%	80.6%	31.5%	-10.6%	16.2%	26.9%



	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9.67	8.07	14.49	15.30	22.96	29.14
yoy	-24.22%	-16.55%	79.55%	5.6%	50.1%	26.9%
毛利率	34.7%	35.3%	39.9%	34.0%	35.0%	35.0%
塑料管材						
新签订单	8.44	7.6	8.5	7.23	9.75	12.19
yoy	49.1%	-10.0%	11.8%	-15%	35%	25%
结转订单	1.88	1.6	2.5	5.46	6.74	8.38
yoy	14.6%	-14.9%	56.3%	118.2%	23.6%	24.2%
营业收入	8.16	6.11	6.95	4.57	8.46	10.56
yoy	22.2%	-25.1%	13.7%	-34.2%	85.2%	24.7%
毛利率	21.5%	22.9%	22.6%	22.0%	21.0%	21.0%
复合钢管						
新签订单	5.46	5.4	2.1	1.79	8.03	12.85
yoy	161.2%	-1.1%	-61.1%	-15%	350%	60%
结转订单	1.1	3.9	4	2.65	4.27	6.84
yoy	/	254.5%	2.6%	-33.7%	60.9%	60.4%
营业收入	4.56	2.93	2.31	2.33	6.42	10.28
yoy	81.0%	-35.7%	-21.2%	1.0%	175.0%	60.1%
毛利率	18.8%	23.8%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
设计业务						
营业收入	3.23	3.41	4.32	4	4.5	5
yoy	46.2%	5.6%	26.7%	-7.4%	12.5%	11.1%
毛利率	33.1%	35.4%	31.0%	32.00%	32.00%	31.00%
其他业务						
营业收入	0.12	0.09	0	0.5	2	5
yoy	-33.3%	-25.0%	-100.0%	/	300.0%	150.0%
毛利率	58.1%	32.3%	0.0%	10.00%	15.00%	15.00%
其他收入						
营业收入	0.02	0	0.11	0.1	0.1	0.1
yoy	/	-100.0%	/	-9.1%	0.0%	0.0%
毛利率	33.1%	35.4%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%
费用率预测						
销售费用率	5.2%	8.0%	8.6%	8.2%	8.1%	8.0%
管理费用率	8.8%	12.3%	8.8%	11.0%	10.5%	10.0%
研发费用率	3.3%	2.9%	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%

来源: Wind, 国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

我们看好①“十五五”水利投资景气度较高，70万公里地下管网投资明确利好管材需求量；②PCCP行业格局好，行业上行期量价弹性更大；③公司PCCP市占率持续位列全国第一梯队，公司优势地区（西北）需求旺盛，盈利水平显著高于其他地区。2025-2027年归母净利润分别为1.8、2.8、3.4亿元，现价对应PE分别为24.0、15.5、12.6倍。可比公司2026年平均PE为17.2倍，考虑到公司To G属性更强且细分PCCP赛道集中度更高，上行期业绩弹性更大，给予公司2026年20xPE，对应目标市值55.2亿元，目标价16.5元，首次覆盖，给予“增持”评级。


图表34：可比公司估值 (2026/2/10)

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)						PE (倍)	
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002372.SZ	伟星新材	12.20	0.90	0.60	0.55	0.62	0.70	22.32	19.73	17.64
2128.HK	中国联塑	6.20	0.76	0.54	0.63	0.63	0.63	10.06	10.06	10.06
603856.SH	东宏股份	13.78	0.63	0.66	0.63	0.63	0.63	21.93	21.93	21.93
							平均	18.10	17.24	16.54
002457.SZ	青龙管业	12.84	0.07	0.80	0.54	0.83	1.02	24.01	15.53	12.56

来源：Wind，国金证券研究所

注：伟星新材、中国联塑、东宏股份盈利预测来自Wind一致预期

风险提示

- 1) 水利投资不及预期。若水利投资低于预期，则管材景气度或受影响，可能导致公司新签订单及业绩低于盈利预测。
- 2) 原材料价格波动。公司成本中原材料占比较高，若油价、钢材等原材料价格剧烈波动将带来成本端不确定性，从而影响公司毛利率水平。
- 3) 地产表现不及预期。建筑为塑料管道重要应用领域，包括给排水、供燃气、供暖等。若后续地产超预期下滑则可能拖累管材需求。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,574	2,061	2,818	2,670	4,434	5,997
增长率		-19.9%	36.7%	-5.3%	66.1%	35.3%
主营业务成本	-1,862	-1,443	-1,890	-1,866	-3,118	-4,269
%销售收入	72.4%	70.0%	67.0%	69.9%	70.3%	71.2%
毛利	712	619	929	804	1,316	1,728
%销售收入	27.6%	30.0%	33.0%	30.1%	29.7%	28.8%
营业税金及附加	-30	-24	-26	-27	-44	-60
%销售收入	1.1%	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-134	-165	-242	-219	-359	-480
%销售收入	5.2%	8.0%	8.6%	8.2%	8.1%	8.0%
管理费用	-226	-253	-249	-294	-466	-600
%销售收入	8.8%	12.3%	8.8%	11.0%	10.5%	10.0%
研发费用	-84	-59	-67	-69	-115	-156
%销售收入	3.3%	2.9%	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	237	118	345	196	331	433
%销售收入	9.2%	5.7%	12.3%	7.3%	7.5%	7.2%
财务费用	-20	-24	-15	-13	-25	-46
%销售收入	0.8%	1.1%	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%
资产减值损失	-42	-61	-37	-2	-1	-1
公允价值变动收益	-6	-6	7	0	7	7
投资收益	11	9	7	3	5	5
%税前利润	5.4%	14.4%	2.2%	1.5%	1.5%	1.2%
营业利润	207	59	330	199	333	414
营业利润率	8.0%	2.9%	11.7%	7.4%	7.5%	6.9%
营业外收支	-2	1	-3	-1	-1	-1
税前利润	205	60	327	198	332	413
利润率	8.0%	2.9%	11.6%	7.4%	7.5%	6.9%
所得税	-13	-15	-38	-30	-50	-62
所得税率	6.4%	25.3%	11.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	192	45	288	168	283	351
少数股东损益	24	20	21	-10	7	10
归属于母公司的净利润	168	25	268	178	276	341
净利率	6.5%	1.2%	9.5%	6.7%	6.2%	5.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	192	45	288	168	283	351
少数股东损益	24	20	21	-10	7	10
非现金支出	131	140	129	98	112	127
非经营收益	-3	14	3	52	20	44
营运资金变动	-243	123	-294	-192	-615	-721
经营活动现金净流	76	322	127	127	-201	-198
资本开支	-19	-228	-178	-155	-155	-155
投资	16	115	-4	0	7	7
其他	-51	6	-1	3	5	5
投资活动现金净流	-53	-106	-184	-152	-143	-143
股权募资	41	0	18	20	0	0
债权募资	43	-64	91	24	814	826
其他	-106	-110	-108	-93	-142	-193
筹资活动现金净流	-22	-174	1	-50	671	633
现金净流量	1	42	-56	-75	328	292

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	390	440	558	482	808	1,100
应收款项	1,643	1,656	1,725	1,661	2,637	3,567
存货	590	664	663	868	1,152	1,519
其他流动资产	504	329	339	339	439	531
流动资产	3,127	3,088	3,285	3,350	5,037	6,717
%总资产	75.1%	71.7%	72.4%	73.0%	79.7%	83.7%
长期投资	208	193	174	174	174	174
固定资产	546	694	739	789	825	847
%总资产	13.1%	16.1%	16.3%	17.2%	13.1%	10.6%
无形资产	229	253	259	268	276	284
非流动资产	1,039	1,217	1,254	1,238	1,282	1,311
%总资产	24.9%	28.3%	27.6%	27.0%	20.3%	16.3%
资产总计	4,166	4,305	4,538	4,588	6,319	8,028
短期借款	539	454	599	648	1,461	2,288
应付款项	640	688	825	759	1,267	1,732
其他流动负债	389	569	337	360	598	802
流动负债	1,568	1,711	1,761	1,767	3,327	4,822
长期贷款	30	50	5	5	5	5
其他长期负债	51	66	74	3	2	1
负债	1,648	1,828	1,839	1,775	3,333	4,828
普通股股东权益	2,312	2,273	2,468	2,592	2,758	2,962
其中：股本	335	335	333	333	333	333
未分配利润	983	942	1,134	1,241	1,406	1,611
少数股东权益	205	204	231	221	228	238
负债股东权益合计	4,166	4,305	4,538	4,588	6,319	8,028

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.502	0.074	0.803	0.535	0.827	1.022
每股净资产	6.902	6.786	7.401	7.773	8.269	8.882
每股经营现金净流	0.228	0.961	0.379	0.380	-0.602	-0.594
每股股利	0.200	0.090	0.210	0.214	0.331	0.409
回报率						
净资产收益率	7.28%	1.09%	10.85%	6.88%	10.00%	11.51%
总资产收益率	4.04%	0.58%	5.90%	3.89%	4.36%	4.25%
投入资本收益率	7.15%	2.93%	9.12%	4.80%	6.33%	6.70%
增长率						
主营业务收入增长率	5.62%	-19.92%	36.73%	-5.27%	66.07%	35.25%
EBIT 增长率	-2.00%	-50.23%	192.16%	-43.37%	69.46%	30.68%
净利润增长率	17.60%	-85.21%	976.43%	-33.39%	54.64%	23.58%
总资产增长率	3.69%	3.34%	5.42%	1.10%	37.73%	27.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	203.4	270.3	201.2	210.0	200.0	200.0
存货周转天数	130.6	158.6	128.1	170.0	135.0	130.0
应付账款周转天数	80.7	114.1	108.4	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	65.6	116.6	88.8	97.9	60.3	44.7
偿债能力						
净负债/股东权益	2.23%	1.80%	0.20%	4.65%	20.69%	36.00%
EBIT 利息保障倍数	11.9	5.0	22.7	14.8	13.4	9.4
资产负债率	39.57%	42.46%	40.52%	38.68%	52.75%	60.14%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究