

产品结构持续优化，盈利能力提升扭亏为盈

投资要点

- **事件：**蓝科高新发布 2025 年年报。2025 年度公司实现营业收入 9.92 亿元，同比增长 46.93%，实现归母净利润 4863.77 万元，同比增长 155.02%，扭亏为盈。
- **公司实际控制人为国机集团，控股股东为苏美达，聚焦石油石化装备与新能源装备两大市场。**2025 年 4 月 16 日，国机资产与苏美达签署《股份转让协议》，本次权益变动后，苏美达持有公司 7700 万股，占公司总股本的 21.72%，成为公司控股股东，公司实际控制人仍为国机集团。蓝科高新业务包括产品、工程、服务三大板块，涉及五类业务：传热与节能环保、传质与分离、储运与新能源、石油钻采与实验室成套、特种设备全生命周期服务，是中石油、中石化、中海油等企业一级供应商，与国内主流能源企业保持长期合作关系。
- **压力容器为公司主要产品，贡献大部分营收以及毛利润。**公司 2025 年压力容器产品实现营业收入 8.95 亿元，营收占比 90.21%，实现毛利润 2.15 亿元，占比为 83.69%；2025 年检测分析技术产品实现营业收入 4943.71 万元，营收占比为 4.98%，毛利为 2246.95 万元，占比为 8.76%；钻采设备技术产品实现营业收入 3620.84 万元，营收占比为 3.65%，实现毛利润 882.98 万元，占比为 3.44%。
- **收入随交付增加，受产品结构变化盈利有所提升。**2025 年公司新签订单同比有所增长，全年承揽合同为 14.58 亿元，同比增长 14.13%，同时全年合同交付额同比大幅增加，2025 年度公司实现营业收入 9.92 亿元，同比增长 46.93%。由于 2025 年交付产品中板式产品交付占比较高，毛利较高，公司毛利率有明显提升，2025 年公司毛利率为 25.84%，较 2024 年提升 12.5pp，实现毛利润 2.56 亿元，同比大幅增长 184.7%。2025 年实现归母净利润 4863.77 万元，净利率为 4.9%。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.18、0.22、0.27 元。考虑到公司主营业务围绕石油石化以及新能源，优势产品为板式产品以及熔盐储罐，我们看好公司高毛利业务占比逐步提升，公司整体盈利能力提高，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、宏观经济波动、原材料价格波动等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	992.33	1173.36	1347.38	1542.52
增长率	46.93%	18.24%	14.83%	14.48%
归属母公司净利润（百万元）	48.64	63.76	78.06	94.94
增长率	155.02%	31.09%	22.43%	21.63%
每股收益 EPS（元）	0.14	0.18	0.22	0.27
净资产收益率 ROE	3.80%	4.76%	5.51%	6.28%
PE	68	52	42	35
PB	2.57	2.46	2.32	2.18

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光怿
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

分析师：杨蕊
执业证号：S1250525070007
电话：021-58351985
邮箱：yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

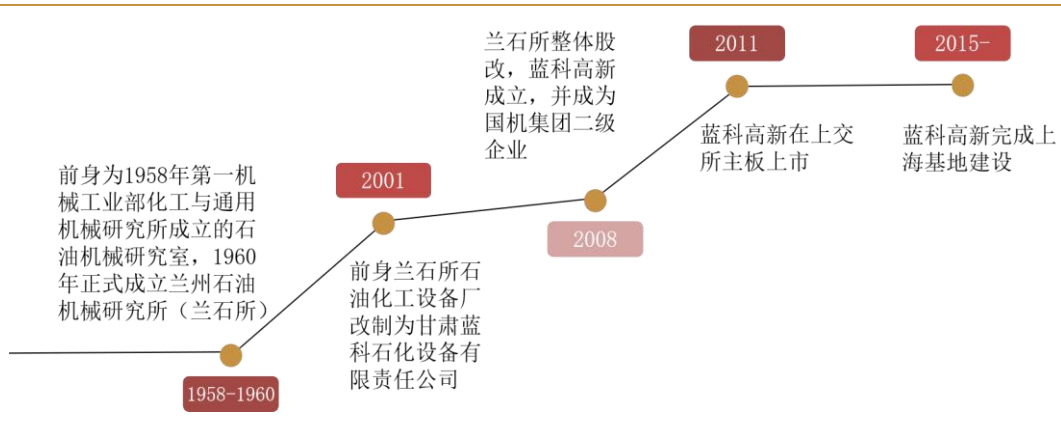
总股本(亿股)	3.55
流通 A 股(亿股)	3.55
52 周内股价区间(元)	5.92-11.38
总市值(亿元)	32.58
总资产(亿元)	26.04
每股净资产(元)	3.61

相关研究

1 聚焦石油石化装备与新能源装备两大市场

蓝科高新前身为 1958 年第一机械工业部化工与通用机械研究所成立的石油机械研究室，1960 年正式成立兰州石油机械研究所（兰石所），是中国最早专业从事石油化工领域装备科技研发的国有科研院所，是中国石油石化装备的开拓者，是中国海洋与沙漠石油的先驱，在行业内具有重要影响力。2001 年改制为甘肃蓝科石化设备有限责任公司，2008 年兰石所整体股改。蓝科高新成立，并成为国机集团二级企业，2011 年公司登陆上交所主板，2015 年完成上海基地建设。

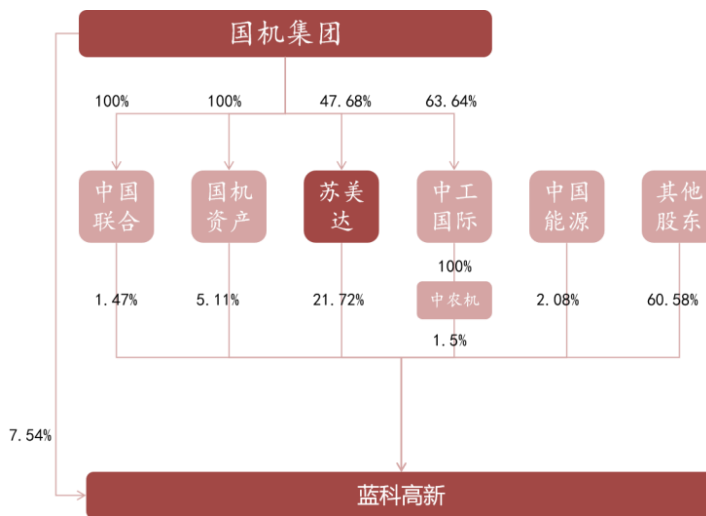
图 1：公司发展历程



数据来源：wind，公司官网，西南证券整理

苏美达成为公司控股股东，公司实际控制人仍为国机集团。2025 年 4 月 16 日，国机资产与苏美达签署《股份转让协议》，拟通过非公开协议转让方式将持有的公司 6000 万股份转让给苏美达，约占公司总股本的 16.92%。本次协议转让已完成过户并于 2026 年 3 月 31 日取得了中国证券登记结算有限责任公司出具的《证券过户登记确认书》，本次权益变动后，苏美达持有公司 7700 万股，占公司总股本的 21.72%，成为公司控股股东，公司实际控制人仍为国机集团。

图 2：公司股权结构图（截止 2026Q1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

蓝科高新业务包括产品、工程、服务三大板块，涉及五类业务：传热与节能环保、传质与分离、储运与新能源、石油钻采与实验室成套、特种设备全生命周期服务，是中石油、中石化、中海油等企业一级供应商，与国内主流能源企业保持长期合作关系。

图 3：公司五类业务情况



传热与节能环保：成功开发了各类波纹板式、高效管式、翅片管式类等性能优异的传热元件，并成功在高温进出料换热、中低温余热回收利用等多种相变和无相变场合实现应用。

传质与分离：成功开发了各类塔内件、油气水分离元件，在海洋和陆地油气处理、炼油化工产品精制、液化气处理、船舶尾气净化等行业实现成功应用。

储运与新能源：实现了从石油化工到新能源行业的跨界，在光热发电（塔式、槽式）、CCUS、压缩空气储能、火电灵活性改造、液氨储运等行业实现成功应用。

石油钻采与实验室成套：聚焦石油钻井现场工况模拟实验室成套技术的研发和应用，在能源化工类实验室、岩土类工程类实验室、等配套方面积累了丰富的经验。

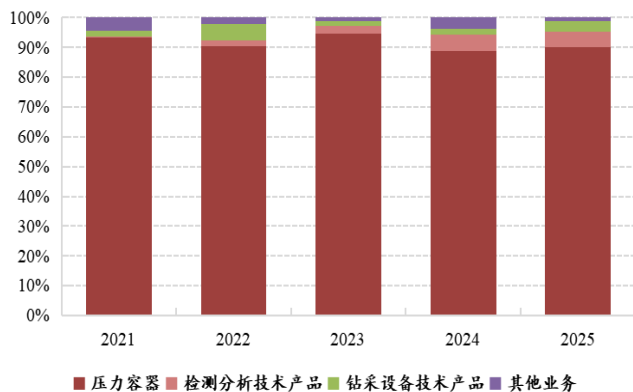
特种设备全生命周期服务：贯穿特种设备全生命周期，在设备工艺性能测试、失效分析与安全评定、定期检验、设备改造与维修、能效评价、软件开发等方面具有丰富的技术积累。

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司拥有兰州、上海两大产业化基地，形成了优势互补、协同高效的生产制造体系。兰州基地占地 7.6 万平方米，建筑面积 4.9 万平方米；上海基地占地 30.6 万平方米，建筑面积 15.5 万平方米，具备 500 吨最大起吊能力及自备水运码头，可实现大型装备的便捷发运。

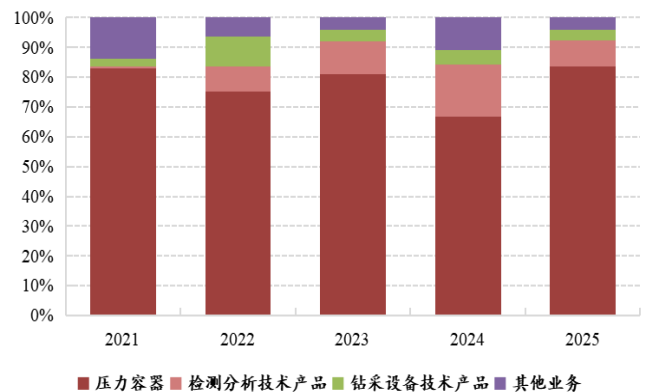
压力容器为公司主要产品，贡献大部分营收以及毛利润。公司 2025 年压力容器产品实现营业收入 8.95 亿元，同比增加 49.45%，营收占比 90.21%，从毛利贡献来看，2025 年压力容器实现毛利润 2.15 亿元，占比为 83.69%，较 2024 年有所提升，主要原因是产品中板式产品交付占比较高，毛利较高，提高该类产品毛利率。2025 年检测分析技术产品实现营业收入 4943.71 万元，同比增加 27.45%，营收占比为 4.98%，主要是公司加大在检验检测市场的开拓力度，收入增长较快，毛利为 2246.95 万元，占比为 8.76%；钻采设备技术产品实现营业收入 3620.84 万元，同比增加 205.75%，营收占比为 3.65%，实现毛利润 882.98 万元，占比为 3.44%。

图 4：2021-2025 年公司主营业务收入构成



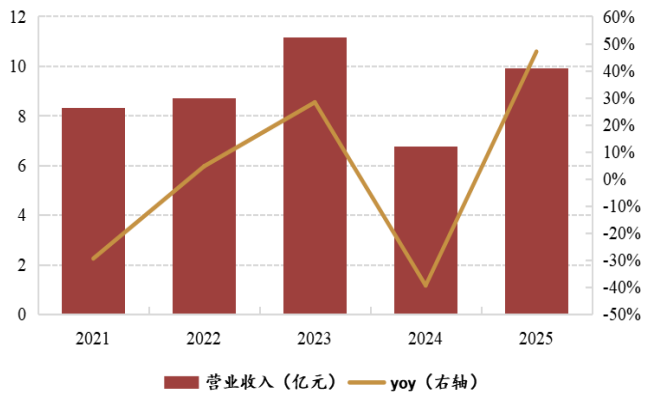
数据来源：wind，西南证券整理

图 5：2021-2025 年公司主营业务毛利构成

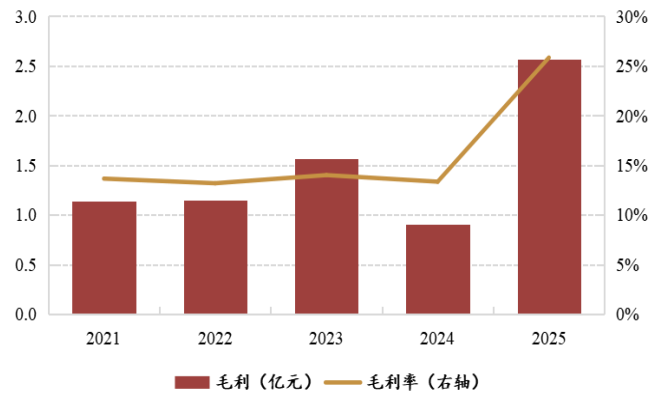


数据来源：wind，西南证券整理

收入随交付增加,毛利受产品结构变化有所提升。2025 年公司新签订单同比有所增长,全年承揽合同为 14.58 亿元,同比增长 14.13%,同时全年合同交付额同比大幅增加,2025 年度公司实现营业收入 9.92 亿元,同比增长 46.93%。由于 2025 年交付产品中板式产品交付占比较高,毛利较高,公司毛利率有明显提升,2025 年公司毛利率为 25.84%,较 2024 年提升 12.5pp,实现毛利润 2.56 亿元,同比大幅增长 184.7%。

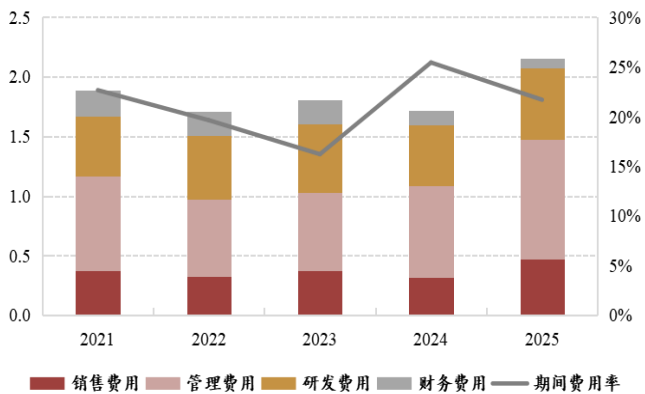
图 6: 2021-2025 年公司营业收入


数据来源: wind, 西南证券整理

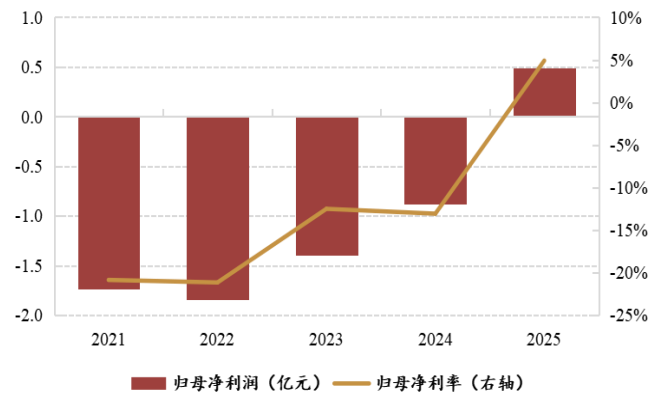
图 7: 2021-2025 年公司毛利润


数据来源: wind, 西南证券整理

公司费用有所增加,受益于毛利增长,归母净利润大幅增长。2025 年公司整体费用率为 21.69%,较 2024 年下降 3.75pp。2025 年公司营收端发力,同时持续加强应收账款的管理和催收工作,部分账龄较长的应收款项在 2025 年得以收回,相应的信用减值损失实现冲回,2025 年实现归母净利润 4863.77 万元,净利率为 4.9%。

图 8: 2021-2025 年公司期间费用 (亿元)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 9: 2021-2025 年公司归母净利润


数据来源: wind, 西南证券整理

2 盈利预测及估值

关键假设：

1) 光热储能作为新型储能建设的重要部分，装机实现跨越式增长，同时“一带一路”沿线、中东、非洲、南美等重点区域市场取得积极突破，一批标志性油气工程和小而美的项目落地实施。考虑到公司 2025 年新签订单同比有所增长，预计 2026 年公司整体实现收入随订单有所增长。我们预计公司 2026-2028 年压力容器业务实现营收同比增长 20%、15%、15%，其中由于产品结构发生变化，板式产品和熔盐储罐项目占比较高，整体压力容器毛利率能够保持相对较高，分别为 24%、24%、24%。

2) 同时公司持续加大在检验检测市场的开拓力度，我们预计 2026-2028 年检测业务营收同比增长 20%、15%、8%，整体毛利率保持稳健为 45.4%、45.4%、45.4%；而钻采业务在油价整体保持高位的水平下，上游资本开支增加，相关产品业务有所增长，预计 2026-2028 年营收同比增长 10%、10%、10%，预计毛利率分别为 24.4%、24.4%、24.4%。

表 1：盈利预测

业务情况 (百万元)		2025	2026E	2027E	2028E
压力容器	收入	895.2	1074.2	1235.3	1420.6
	增速	49.4%	20.0%	15.0%	15.0%
	成本	680.6	816.7	939.3	1080.1
	毛利率	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
检测	收入	49.4	59.3	68.2	73.7
	增速	27.5%	20.0%	15.0%	8.0%
	成本	27.0	32.4	37.2	40.2
	毛利率	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%
钻采	收入	36.2	39.8	43.8	48.2
	增速	205.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	27.4	30.1	33.1	36.4
	毛利率	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%
合计	收入	992.3	1173.4	1347.4	1542.5
	增速	46.9%	18.2%	14.8%	14.5%
	毛利率	25.8%	25.1%	25.1%	25.0%

数据来源：wind，西南证券

预计公司 2026-2028 年营收分别为 11.73、13.47、15.43 亿元，归母净利润分别为 6376、7806、9494 万元，EPS 分别为 0.18、0.22、0.27 元，对应 PE 分别为 52、42、35X。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2025A/E	2026E	2027E	2028E	2025A/E	2026E	2027E	2028E
603169.SH	兰石重装	9.82	0.04	0.13	0.16	-	246	76	61	-
002534.SZ	西子洁能	18.42	0.52	0.61	0.70	0.88	35	30	26	21
平均值							140	53	44	21

数据来源：wind，西南证券整理

考虑到公司主营业务围绕石油石化以及新能源行业，优势产品为板式产品以及熔盐储罐等，我们选取以上作为公司可比公司，2026 年可比公司平均 PE 为 53 倍。我们看好公司高毛利业务占比逐步提升，公司整体盈利能力提高，首次覆盖，给予“持有”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	992.33	1173.36	1347.38	1542.52	净利润	49.19	64.48	78.94	96.01
营业成本	735.95	879.23	1009.60	1156.78	折旧与摊销	32.68	40.73	40.73	40.73
营业税金及附加	13.11	15.50	17.80	20.38	财务费用	7.78	8.27	10.61	11.76
销售费用	47.30	55.93	64.22	73.52	资产减值损失	-18.71	-18.71	-18.71	-18.71
管理费用	100.10	176.00	192.67	209.78	经营营运资本变动	67.04	-363.76	-184.57	-190.74
财务费用	7.78	8.27	10.61	11.76	其他	-20.38	117.13	14.40	100.41
资产减值损失	-18.71	-18.71	-18.71	-18.71	经营活动现金流净额	117.59	-151.86	-58.59	39.46
投资收益	14.06	14.00	14.00	14.00	资本支出	14.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-4.89	-5.84	-6.31	-5.92	其他	-30.23	8.16	7.70	8.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-15.82	8.16	7.70	8.09
营业利润	51.02	65.31	78.87	97.09	短期借款	-21.32	72.50	92.83	-0.67
其他非经营损益	-0.86	0.45	1.63	0.82	长期借款	-10.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	50.16	65.76	80.50	97.92	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.97	1.28	1.56	1.90	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	49.19	64.48	78.94	96.01	其他	-7.38	-13.67	-10.61	-11.76
少数股东损益	0.55	0.72	0.88	1.07	筹资活动现金流净额	-38.70	58.84	82.22	-12.42
归属母公司股东净利润	48.64	63.76	78.06	94.94	现金流量净额	63.18	-84.87	31.32	35.13
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	296.07	211.21	242.53	277.65	成长能力				
应收和预付款项	729.52	830.84	955.59	1099.96	销售收入增长率	46.93%	18.24%	14.83%	14.48%
存货	628.26	763.81	938.24	1048.45	营业利润增长率	153.34%	28.00%	20.77%	23.10%
其他流动资产	83.91	19.90	22.61	25.65	净利润增长率	156.32%	31.09%	22.43%	21.63%
长期股权投资	174.23	174.23	174.23	174.23	EBITDA 增长率	333.20%	24.95%	13.92%	14.87%
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	502.65	466.87	431.09	395.31	毛利率	25.84%	25.07%	25.07%	25.01%
无形资产和开发支出	78.99	74.04	69.09	64.14	三费率	15.64%	20.47%	19.85%	19.13%
其他非流动资产	109.88	109.88	109.88	109.88	净利率	4.96%	5.50%	5.86%	6.22%
资产总计	2603.51	2650.77	2943.25	3195.26	ROE	3.80%	4.76%	5.51%	6.28%
短期借款	228.91	301.42	394.25	393.58	ROA	1.89%	2.43%	2.68%	3.00%
应付和预收款项	392.63	445.08	510.38	590.41	ROIC	4.99%	5.66%	5.90%	6.59%
长期借款	30.00	30.00	30.00	30.00	EBITDA/销售收入	9.22%	9.74%	9.66%	9.70%
其他负债	656.56	519.76	575.19	651.82	营运能力				
负债合计	1308.10	1296.26	1509.81	1665.81	总资产周转率	0.41	0.45	0.48	0.50
股本	354.53	354.53	354.53	354.53	固定资产周转率	1.95	2.43	3.01	3.74
资本公积	1039.85	1039.85	1039.85	1039.85	应收账款周转率	1.22	1.20	1.19	1.18
留存收益	-118.17	-54.41	23.65	118.59	存货周转率	1.20	1.17	1.15	1.15
归属母公司股东权益	1281.59	1339.97	1418.03	1512.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.96%	—	—	—
少数股东权益	13.81	14.53	15.41	16.48	资本结构				
股东权益合计	1295.40	1354.51	1433.44	1529.46	资产负债率	50.24%	48.90%	51.30%	52.13%
负债和股东权益合计	2603.51	2650.77	2943.25	3195.26	带息债务/总负债	19.79%	25.57%	28.10%	25.43%
					流动比率	1.37	1.45	1.47	1.51
					速动比率	0.87	0.85	0.83	0.86
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	91.48	114.30	130.21	149.58	每股收益	0.14	0.18	0.22	0.27
PE	67.72	51.66	42.19	34.69	每股净资产	3.61	3.78	4.00	4.27
PB	2.57	2.46	2.32	2.18	每股经营现金	0.33	-0.43	-0.17	0.11
PS	3.32	2.81	2.44	2.14	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	34.38	28.89	25.83	22.25					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn