

2026 年 08 月 10 日

中小盘研究团队

次新股说（2026 年第 6 期）：本批林平发展、陕西旅游、尚水智能值得重点跟踪

——中小盘策略专题

周佳（分析师）

zhoujia@kysec.cn

证书编号：S0790523070004

赵晨旭（联系人）

zhaochenxu@kysec.cn

证书编号：S0790124120019

● 林平发展：国内瓦楞及箱板纸领先生产商，绿色循环与产能规模优势突出

林平发展深耕瓦楞纸和箱板纸领域二十余年，已成为集废纸利用、热电联产、绿色造纸于一体的资源综合利用企业。公司层面，林平发展拥有宽幅更宽、自动化程度更高的 5600 和 6600 生产线，设备成新率高于同行，依托热电联产实现全流程资源综合利用，有效降低生产成本。同时，公司地处淮海经济区中心区，周边废纸及煤炭资源充裕，原材料供应优势突出，销售半径覆盖浙江、江苏等制造业密集区域。依托生产与区位的双重优势，公司箱板纸产量排名全国第九，是中国造纸协会认定的造纸企业产量前 30 名企业之一。市场层面，2024 年我国纸和纸板消费量达 13,634 万吨，消费量大于产量，市场消化良好。随着造纸行业加速向规模化、集约化、绿色化转型，以及电商与快递持续扩容带来的包装需求增长，公司有望进一步巩固行业地位、提升市场份额。

● 陕西旅游：国内文旅演艺及索道运营龙头，资源禀赋与品牌运营优势显著

陕西旅游依托华清宫、华山等 5A 级稀缺旅游资源，已成为以“景区+文化旅游”为核心业务的龙头企业。从文旅演艺业务来看，公司核心演艺产品《长恨歌》被誉为“中国旅游文化创意产业的典范之作”，并以之为蓝本编制了多项国家标准、填补了行业空白。从索道业务看，西峰索道采用世界领先技术，取得安全生产标准化一级、服务质量 5S 等级等最高评级，品牌影响力与服务质量均构筑了坚实的竞争壁垒。从市场规模角度来看，2025 年上半年国内旅游人次达 32.85 亿，同比增长 20.6%，居民旅游消费潜力持续释放。公司卡位角度方面，公司深耕文化旅游产业，集旅游演艺、旅游索道、旅游餐饮于一体。展望未来，随着大众旅游时代到来及文旅融合趋势加速，公司有望凭借稀缺资源禀赋、强大品牌影响力及高效运营体系，持续受益于文旅消费需求的结构性升级。

● 尚水智能：国内锂电池制浆设备龙头，工艺创新与客户资源共同驱动成长

尚水智能是专注于新能源电池极片制造及新材料制备领域智能装备的高新技术企业，构建了以“核心单机+智能控制系统+工艺包”为体系的综合技术能力。公司 2016 年全球首创“循环式高效制浆系统”，开创全新制浆工艺路线，获中国、美国、欧洲、日本、韩国等多国专利授权，经广东省机械工程学会鉴定为国际先进水平。凭借上述核心技术壁垒，2024 年公司循环式高效制浆系统国内市场占有率达 60%、排名第一。在此基础上，公司深度绑定比亚迪、亿纬锂能、宁德时代、中创新航等头部锂电池企业，并与三星 SDI、LGES、松下等海外客户开展业务合作，已交付产线超 500 条。据 GGII 预测，2027 年中国锂电生产设备市场规模将达 850 亿元。随着锂电池行业产能利用率回升、设备投资需求回暖，以及下一代电池制造技术产业化推进，公司有望在新一轮行业扩张中巩固领先地位。

● **风险提示：**下游需求波动风险、市场竞争加剧风险、税收优惠政策变动风险。

相关研究报告

《并购精选（2026 年第 2 期）：本批金富科技、裕同科技、华源控股值得重点跟踪—中小盘并购精选》-2026.8.10

《携手北大共建量子实验室，CMOS 伊辛机产业化可期—中小盘信息更新》-2026.8.7

《次新股说（2026 年第 5 期）：本批天海电子、维通利、长裕集团值得重点跟踪—中小盘次新股说》-2026.8.5

目 录

1、 林平发展（603284.SH）	3
1.1、 瓦楞及箱板纸研发生产商，营收、归母净利润波动较小	3
1.2、 公司亮点：深耕绿色循环造纸领域，区位及产能规模优势突出	4
1.3、 行业大观：造纸行业加速规模化、集约化、绿色化发展，市场空间广阔	5
2、 陕西旅游（603402.SH）	6
2.1、 集旅游演艺、旅游索道及旅游餐饮一体的旅游产业运营商，营收、利润有所增长	6
2.2、 公司亮点：融合文旅资源与科技打造具有影响力的独特品牌，具有完备的销售渠道与运营体系，竞争优势突出	7
2.3、 行业大观：随着文旅消费需求持续释放、文旅融合趋势加速演进，国内旅游市场规模稳步扩容	8
3、 尚水智能（301513.SZ）	9
3.1、 依托工艺和装备一体化的智能装备供应商，营收规模持续增长	9
3.2、 公司亮点：持续突破行业关键技术，优质客户资源彰显雄厚实力	11
3.3、 行业大观：新能源电池设备未来将向绿色、智能、一体化方向升级，预计 2027 年锂电生产设备市场规模达到 850 亿元	11
4、 风险提示	12

图表目录

图 1： 林平发展营收、归母净利润波动较小	3
图 2： 林平发展盈利能力波动较小	3
图 3： 陕西旅游营收、归母净利润持续增长但有所波动	6
图 4： 陕西旅游盈利能力有所波动	6
图 5： 尚水智能营收持续增长	10
图 6： 尚水智能盈利能力有所波动	10
表 1： 林平发展募集资金的主要用途	3
表 2： 可比公司对比（2022-2025）：林平发展盈利能力高于可比公司平均	5
表 3： 陕西旅游募集资金的主要用途	7
表 4： 可比公司对比（2022-2025）：陕西旅游盈利能力高于可比公司平均	9
表 5： 尚水智能募集资金的主要用途	10
表 6： 可比公司对比（2022-2025）：尚水智能盈利能力高于可比公司平均	12

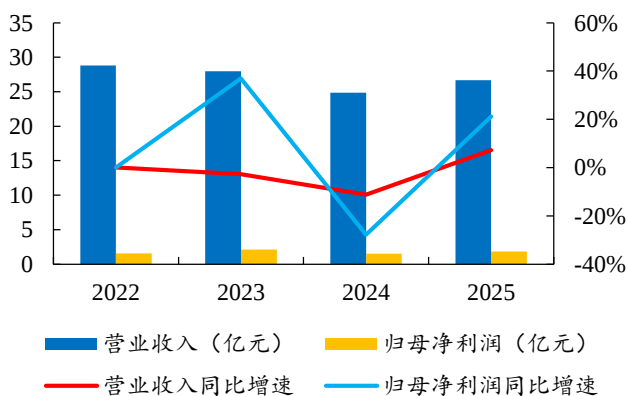
1、林平发展（603284.SH）

1.1、瓦楞及箱板纸研发生产商，营收、归母净利润波动较小

林平发展主要从事包装用瓦楞纸、箱板纸产品的研发、生产和销售，是一家具有自主研发及创新能力的高新技术企业，主要产品包括瓦楞纸、箱板纸，公司产品销往下游制作成瓦楞纸箱，被广泛应用于物流运输、工业品及消费品包装领域。经过多年发展，公司已成长为集废纸利用、热电联产、绿色造纸于一体的资源综合利用企业，已形成了成熟稳定的研发、采购、生产和销售模式。在研发方面，公司一贯高度重视技术研发和自主创新体系的建设，深耕于瓦楞纸和箱板纸领域多年，积累了丰富的产品设计与生产工艺研发经验。公司围绕低克重瓦楞纸和箱板纸产品设计开发、节能降耗和清洁生产先进加工工艺等方面进行研发，形成了多项核心技术和自主专利，并成功应用于现有产品体系，研发模式成熟稳定。2025 年公司造纸、其他业务收入分别为 26.47、0.19 亿元，占总收入的比重分别为 99.28%、0.72%。

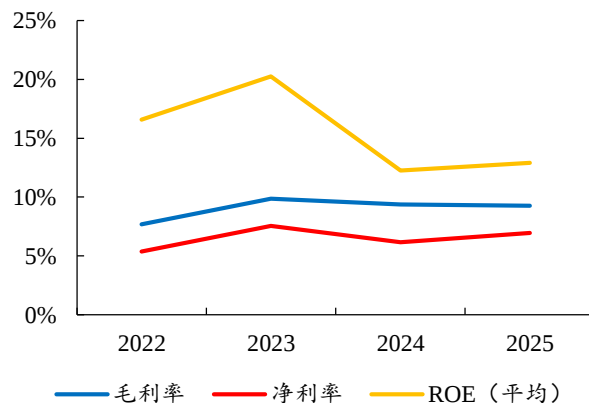
公司 2022、2023、2024、2025 年营业收入分别为 28.79、28.00、24.85、26.66 亿元，CAGR 为-2.53%，对应归母净利润分别为 1.54、2.12、1.53、1.85 亿元，CAGR 为 6.25%。2024 年，国内经济增速放缓，下游消费市场需求疲软，瓦楞纸和箱板纸销售均价继续下滑，同时，受台风“贝碧嘉”影响，公司仓库及生产车间被淹，停产超过 30 天，瓦楞纸、箱板纸产品销量较 2023 年有所下降，导致公司 2024 年主营业务收入下降较为严重。毛利率方面，从整体来看，毛利率波动主要由产品结构变动引起。箱板纸的收入占比不断提升，在 2024 年达到总收入的 70.51%，公司主营业务毛利率的波动主要系箱板纸毛利率波动所致。2022-2025 年，公司毛利率分别为 7.67%、9.85%、9.37%、9.26%，净利率分别为 5.37%、7.56%、6.15%、6.95%，ROE 分别为 16.58%、20.25%、12.27%、12.90%。

图1：林平发展营收、归母净利润波动较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：林平发展盈利能力波动较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：林平发展募集资金的主要用途

项目名称	计划投资总额 (万元)	达成后贡献
年产 90 万吨绿色环保智能制造新材料项目（二期）	118,670.00	项目建成达产后，可实现年产 60 万吨定量为 80-200g/m ² 箱板纸的生产能力，有助于公司优化产品结构，提高自动化生产水平，提升产品质量和核

项目名称	计划投资总额 (万元)	达成后贡献
年产 60 万吨生物基纤维绿色智能 制造新材料项目	87,083.00	项目建成达产后，可实现年产 30 万吨定量为 90-160g/m ² 瓦楞纸和年产 30 万吨定量为 80-200g/m ² 箱板纸的生产能力，有助于公司优化产品结构，提高自动化生产水平，提升产品质量和核心竞争力，巩固公司的市场竞争优势。
合计	205,753.00	

资料来源：林平发展招股说明书、开源证券研究所

1.2、公司亮点：深耕绿色循环造纸领域，区位及产能规模优势突出

公司设备与研发实力强劲，依托循环生产模式降本增收，完善污水治理体系以构筑绿色环保重要优势。公司引进了国外先进工艺技术和一流造纸设备，包括全套的制浆设备及工艺技术、干网在线清洗系统及三段供汽系统、浆料浓度控制系统、国际先进的 DCS 和智能 MCC 管控一体化自动控制系统等，机器设备自动化程度高，技术创新体系完善，研发条件齐全，开发投入稳定，具备较强的科研实力和持续创新能力。公司原纸生产线中包含宽幅更宽、自动化程度更高的 5600 和 6600 生产线，生产设备的成新率较高，具备一定的生产设备优势。同时，公司拥有一体化生产优势，自有热电车间，利用浆渣、回收沼气及循环资源的再利用实施热电联产，降低了生产成本，实现全流程的资源综合利用，还能通过对外销售部分蒸汽取得一定收入，提高了公司的盈利能力。并且公司坚持循环经济的可持续发展道路，采用循环经济发展模式，使得原料得到充分的保障。此外，瓦楞纸、箱板纸作为重要的纸类包装产品之一，产品本身具备绿色环保、循环回收利用等优势属性，是公认的绿色环保包装产品，产品本身相对于其他包装材料环保优势明显。公司大力投资自建污水处理系统，先后建设完成了 20,000t/d 处理能力的污水处理站、日处理能力 20,000 吨的 EIC 高效厌氧反应器等，形成了污水自闭循环的污水处理系统，通过全链条资源综合利用和环保投入实现节能减排和清洁生产的目的。公司还配套了国内较为先进的污水处理设施，采用“预处理+厌氧+好氧技术”进行污水排放，排放水质污染物含量低于纳网排放标准，公司被评为“安徽省清洁生产示范企业”、“安徽省绿色工厂”等荣誉，被工信部认定为 2022 年度绿色工厂。

公司区位优势、原料供给充足，人才与精细化管理夯实了其经营基础，产能规模位于行业前列，具有长期稳定的客户资源，竞争实力强劲。一方面，公司生产基地地处淮海经济区中心区、环渤海和长三角经济圈过渡区，是长江经济产业转移的重要承接地，起到承上启下的作用。公司不仅销售半径可覆盖浙江、江苏、安徽、山东等制造业密集、包装用纸的需求旺盛区域，而且所在地安徽省是国家级家电生产基地，家电包装普遍采用瓦楞纸箱，对原纸需求较大，下游市场广阔。这一区域优势使得公司在原料供应和对废弃资源的可再生利用层面均具备明显优势。在原材料废纸的供应方面，公司周边主要省市废纸产生量大，是良好的原料市场；在煤炭能源供应方面，公司周边拥有优质煤炭等动力原料供应，为公司生产经营提供了便利条件。另一方面，公司积累并培养了一批优秀的技术研发、生产、销售和管理人才，通过引导职工不断学习新知识、掌握新技能，广泛开展研发创新、技术攻关和技术交流等各种活动，建设了一支学习型、技术型、创新型的人才队伍。在管理团队方面，公司对技术研发、采购、生产和销售等环节追求并实施精细化管理，有效提升生产、管理效率，不断强化成本控制，保持了其市场竞争力。核心管理团队成员均具有行业多年的从业经验，能够基于公司的实际情况、市场变化情况和行业发

展趋势制定符合公司长远发展的战略规划，对公司的经营问题进行合理决策并有效实施，为公司的持续快速发展打下了良好的基础。此外，根据《中国造纸工业 2024 年度报告》，公司箱板纸产量排名全国第九，是中国造纸协会认定的造纸企业产量前 30 名企业之一，生产规模位于行业前列，属于规模效应明显行业。深耕循环造纸行业二十余年，公司凭借稳定的产品质量、优质的客户服务，已经形成了相应的品牌影响力和竞争优势，与合兴包装、建发股份、厦门国贸等国内众多知名企业建立了稳定的合作关系。

1.3、行业大观：造纸行业加速规模化、集约化、绿色化发展，市场空间广阔

行业趋势：伴随着国民经济的稳定发展和下游包装及消费品需求增长的发展带动，未来中国纸和纸板行业长期景气向好，并由政策倒逼行业加速清理落后产能，**向规模化、集约化绿色转型**。近年来，中国造纸行业龙头企业一方面通过引进国外先进技术和装备，提高了行业整体技术水平和生产能力，生产规模不断扩大，另一方面在全国范围内进行跨地区兼并整合，造纸企业向集团化和规模化方向发展，行业集中度持续提升。十二五以来，中国不断淘汰造纸行业落后产能，造纸行业也将进行结构调整，通过关、停、并、转、重组整合等方式，将污染严重的小纸厂淘汰出局，从而将市场份额及节能减排指标留给具有技术和规模优势的龙头企业和大中型高新技术企业，加快企业朝规模化、集约化方向发展。此外，在 2015 年至 2024 年间，我国纸和纸板消费量整体持续增加，整体上我国每年的纸和纸板的消费量大于产量，市场消化情况较好，市场前景具有可持续性。随着国内消费不断升级，消费者对造纸和纸制品的需求也会不断升级，行业未来必然会不断向高端化、高技术含量、高附加值方向发展。但面对资源短缺、能源紧张、环境污染等世界性难题，造纸行业及瓦楞纸细分行业在节能、环保、土地、安全、规模、技术、产品等方面的准入门槛将进一步提高。造纸行业将进一步加快以节约资源、实现循环发展，提高能源利用率、实现低碳发展；实施清洁生产、实现污染物有效控制及开发未来新产品等目标的转型升级，循环发展将引领造纸工业持续发展，中国将从造纸大国向现代造纸强国转变。

市场容量：中国造纸行业经历了十年的高速发展后，已经进入高质量发展阶段，**电商带动包装纸需求持续扩容，瓦楞纸需求大于供给，市场成长空间广阔，是全球纸产品生产头部国家之一**。2010 年，国内造纸行业开始淘汰落后产能、调整产业结构和节能环保发展的新态势，造纸行业进入良性发展周期，行业规模和质量得到迅速提升。随着人民生活水平的提高，节能环保意识增强，储存运输包装随电商渗透率提升起量，中国的包装行业的市场规模有望扩大，供求结构也有望持续升级。瓦楞纸和箱板纸作为重要的运输用外包装原材料，未来市场空间广阔。根据中国造纸协会统计数据显示，2024 年中国瓦楞纸消费量为 3,407 万吨，较上一年增长 4.13%，2015-2024 年消费量年均复合增长率为 4.83%。同时，整体上国内每年瓦楞纸消费量要大于产量，上述良好的市场需求对于国内瓦楞纸生产制造商提供了广阔的市场空间。

表2：可比公司对比（2022-2025）：林平发展盈利能力高于可比公司平均

公司名称	近 4 年营业收入年均复合增速 (%)	2025 年毛利率 (%)	2025 年净利率 (%)	2025 年 ROE (%)
山鹰国际	-5.61%	6.13%	-4.14%	-7.47%
景兴纸业	-1.24%	6.46%	0.99%	0.89%

公司名称	近 4 年营业收入年均复合增速 (%)	2025 年毛利率 (%)	2025 年净利率 (%)	2025 年 ROE (%)
荣晟环保	-4.33%	12.07%	9.93%	9.98%
森林包装	1.08%	6.15%	0.62%	2.37%
平均	-2.53%	7.70%	1.85%	1.44%
林平发展	-2.64%	9.26%	6.95%	12.90%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、陕西旅游（603402.SH）

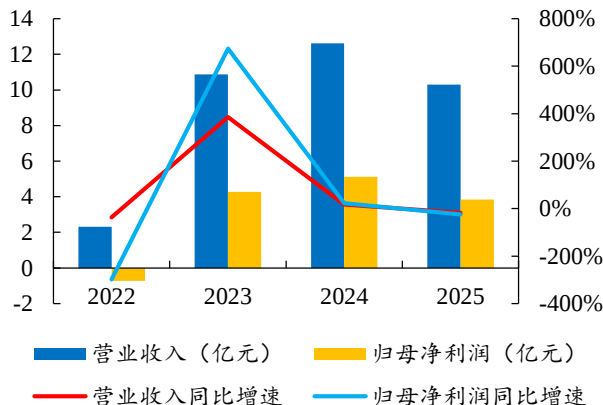
2.1、集旅游演艺、旅游索道及旅游餐饮一体的旅游产业运营商，营收、利润有所增长

陕西旅游主营业务为包括旅游演艺、旅游索道、旅游餐饮业务在内的旅游产业运营。生产模式主要为确保各业务设施设备状况良好，各子公司通过完善服务流程来实现对旅客的优质高效服务。公司主要的旅游服务产品包括以《长恨歌》为代表的旅游演艺舞台演出、以华山西峰索道为代表的旅游索道类产品运营、以及唐乐宫的演艺及餐饮服务，相关产品及服务涉及的采购为演艺所需的服装道具及演出耗材、索道运营所需的备品备件、餐饮所需的食材等原材料。依托华清宫、华山等优质旅游资源，公司充分发挥旅游资源整合优势、专业化运营管理优势、旅游产品创新优势，为游客了提供高品质的旅游产品及服务体验，已成为以“景区+文化旅游”为核心业务的旅游目的地企业龙头。公司还致力于构建多元化的销售网络，以实现线上线下相结合的销售渠道模式。2025 年公司旅游演艺、旅游索道及客运分成、旅游餐饮、客运道路、其他业务收入分别为 6.02、3.41、0.42、0.37、0.08 亿元，占总收入的比重分别为 58.49%、33.13%、4.05%、3.62%、0.72%。

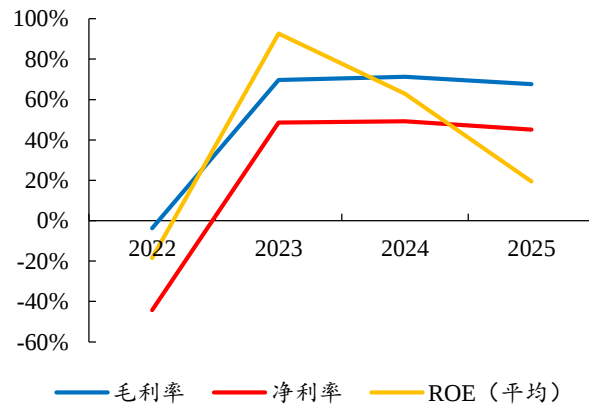
公司 2022、2023、2024、2025 年营业收入分别为 2.32、10.88、12.63、10.30 亿元，CAGR 为 46.47%，对应归母净利润分别为-0.72、4.27、5.12、3.84 亿元，CAGR 为 27.69%。受经济性的外部不利因素的影响，公司在 2022 年度营业收入相对较低；2023 年以来国内文旅市场快速复苏，公司抓住市场环境的变化及时调整经营策略，凭借多年来积累的市场影响力及口碑，在新产品效益的释放以及加大推广力度的共同作用下，营业收入和归母净利润有所增长。但在 2025 年度，随着文旅市场逐步进入平稳发展的新常态阶段，公司的营业收入和归母净利润也有所下滑。毛利率方面，受外部特定因素导致的文旅行业整体需求暂时性下降影响，2022 年公司毛利率为负。随着《长恨歌》演艺的主营业务收入占比由 2022 年的 33.50%提升至 2025 年的 57.63%，其主营业务毛利额占比逐步提升，并且在 2025 年占比达到 67.67%，带动公司毛利率相比 2022 年度明显提升。2022-2025 年，公司毛利率分别为-3.64%、69.69%、71.27%、67.63%，净利率分别为-44.25%、48.66%、49.23%、45.11%，ROE 分别为-18.53%、92.68%、62.93%、19.40%。

图3：陕西旅游营收、归母净利润持续增长但有所波动

图4：陕西旅游盈利能力有所波动



数据来源：Wind、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：陕西旅游募集资金的主要用途

项目名称	计划投资总额 (万元)	达成后贡献
泰山秀城（二期）建设项目	83,411.32	本项目的建设有助于公司走向全国，打造规模化、品牌化、综合性的旅游产品，进一步增强可持续发展能力，打造更加稳固的市场地位。同时丰富泰安市旅游产品业态，满足游客需求，促进就业，推动泰安市旅游业进一步发展。
陕西少华山国家森林公园索道增容（南线索道）项目	30,000.00	本项目的建设有利于促进旅游消费，改善旅游环境，实现旅游综合开发，提升景区综合竞争力。为公司的可持续发展提供了前瞻性基础，增强公司的服务竞争能力，提升公司的品牌形象，保障公司实现持续稳定的发展。
太华索道综合服务中心项目	8,183.44	本项目建成后，有助于增强景区的知名度和吸引力。同时，也将完善市内景区门票销售点，从而提高游客服务水平和体验感受，为游客提供更加舒适和便捷的旅游环境，有利于提升华山旅游综合服务能力。
太华索道游客服务中心改造项目	4,900.00	本项目的实施，能够促进景区高峰期客流的有效分流。通过丰富现有旅游体验项目，进一步提升对游客的吸引力，为公司带来新的盈利增长点。此外，能够为西峰游客提供独特旅游体验，进一步增强西峰索道的市场竞争能力。
收购陕西太华旅游索道公路有限公司股权项目	37,003.41	本项目的实施将进一步提高公司整体盈利水平，增强其综合竞争力，夯实行业竞争优势，助力企业实现长期稳健发展。
收购陕西瑶光阁演艺文化有限公司股权项目	14,702.45	本项目的实施，有利于公司进一步提升盈利能力，从而增强市场竞争力，巩固行业地位，促进公司长期可持续发展。同时，有利于优化治理结构，提升运营效率。
收购陕西少华山旅游发展有限责任公司索道资产项目	7,570.00	本项目的实施有利于提升公司效益，促进公司持续健康发展。同时有助于公司与其他资源整合，提升品牌影响力。
合计	185,770.62	

资料来源：陕西旅游招股说明书、开源证券研究所

2.2、公司亮点：融合文旅资源与科技打造具有影响力的独特品牌，具有完备的销售渠道与运营体系，竞争优势突出

公司凭借较强的旅游资源整合能力和策划创意能力，将旅游产品在人文、历史、科技等元素上有机结合，积极创新文旅产品的呈现形式，推出了多种创意性文化旅

游产品，并在旅游演艺、旅游索道和旅游餐饮业务均形成了较高的品牌知名度和影响力。旅游演艺方面，《长恨歌》充分发掘景区资源，通过“旅游资源+文化创意+科技演绎”模式打造了优质实景演艺节目，采用高科技舞美灯光，将历史故事与实景演出相结合，融入地方戏曲音乐元素，坚持以标准化建设引领演艺高质量发展，强化品牌输出能力，被誉为“中国旅游文化创意产业的典范之作”。在此基础上，以《长恨歌》为蓝本编制的多项国家标准填补了行业标准空白。《12·12 西安事变》创造性地使用“影画”节目表现形式，将山水风光、历史实景以及高科技立体舞台装置高度结合，运用高端科技设备以及多媒体投影技术、剧院技术和蒙太奇等电影表现手法，达到现代科技与文化景观融合、电影画面与舞台戏剧融合的创意效果。旅游索道方面，在景区客流饱和的情况下，公司重点加强了“华山西峰观光大索道”品牌建设，扩大了在国内外的品牌影响力，提升了西峰索道品牌价值。公司旅游餐饮业务以唐乐宫为代表，凭借精湛的唐宫乐舞演出、独具特色的餐饮文化，开启了中国旅游演艺产业的先河。“宫廷晚宴+演艺餐饮”模式作为唐乐宫创新特色，对海内外游客有着较大的吸引力，成为了陕西省对外文化推广的重要窗口。唐乐宫被授予陕西旅游名片“百强榜”“改革开放 40 年陕西餐饮最具影响力品牌企业”等资质或荣誉，公司品牌优势得到持续巩固。

公司所处区位与资源禀赋优异，客源充足，销售渠道多元成熟，并配套完善的运营管理体系，市场优势显著。因陕西省位于我国中部，毗邻河南、四川等人口大省，陕西旅游本就有着良好的客源保证。又随着陕西省的交通条件持续改善，公司业务所在景区游客人数有望再次实现增长，从而带动公司旅游产品和服务消费人次的增加。华清宫景区与“世界第八大奇迹”兵马俑毗邻，地理位置优越，先后获评了全国重点风景名胜区、全国重点文物保护单位、国家级文化产业示范基地；华山景区南接秦岭，北瞰黄河，景区内有千尺幢、百尺峡、苍龙岭等著名景点，被誉为“奇险天下第一山”，在 1982 年被国务院颁布为首批国家级风景名胜区。经过多年发展，公司的销售渠道模式也不断完善、成熟，具有多元化和高效性，将直销与代销、线上与线下相结合，使得游客可在现场售票窗口、公司自营电商平台购买公司旗下演艺、索道等旅游产品门票，也可以通过 OTA、旅行社、个人导游等合作销售渠道购买门票，为公司业绩的持续增长亦奠定了良好的基础。此外，公司广泛运用多种媒介进行多样化的营销宣传，已形成良好的市场推广与销售转化。同时，公司具有多年的旅游经营管理经验，熟悉旅游演艺、旅游索道、旅游餐饮运营，建立了健全、科学的运营管理机制和内部控制机制，对区域综合服务设施进行了提档升级，取得了安全生产标准化一级、服务质量 5S 等级。经验丰富的团队与人才体系使得公司在客户中树立了良好的品牌形象，并在主要客源市场建立了完善的市场营销网络，形成了专业化运营管理优势。

2.3、行业大观：随着文旅消费需求持续释放、文旅融合趋势加速演进，国内旅游市场规模稳步扩容

行业趋势：近年来，随着宏观经济稳定增长、服务设施的改进以及交通基础设施的优化，我国旅游行业需求保持旺盛，政策扶持扩大市场空间，行业由单一门票经济转向多元高附加值综合服务，全域旅游是长期发展方向。一方面，在国家加快转变经济发展方式，着力“调结构、扩内需、促消费”的大背景下，旅游业作为服务业中的龙头带动产业，将面临新一轮的发展机遇。中央经济工作会议多次突出强调扩大内需的重要性，把旅游消费纳入扩大内需的重要领域，旅游业发展的政策环境将持续向好。并且未来随着城镇化进程加快，城镇居民数量持续增加，旅游消费需求市场空间将会被进一步打开。2024 年以来，我国先后推出多种便利外国人来华

政策，2024 年我国免签入境外国人 2,011.5 万人次，同比上升 112.3%，有力带动了国内文旅消费增长。另一方面，在由门票经济向更为广泛的服务经济转型的趋势以及消费者对于旅游产品和服务的品质要求越来越高的背景下，创新旅游产品、提供差异化和高附加值的旅游服务成为旅游行业内企业的核心竞争力之一。同时，随着国家降低重点国有景区门票价格的举措及景区客流量增长放缓等因素的影响，依赖单一门票收入的传统观光模式向提供多种旅游产品及服务的综合模式转变已成为旅游景区行业的发展趋势。旅游业供给结构也将加快由景点旅游发展模式向全域旅游发展模式转变，促进旅游发展阶段演进，实现旅游业发展战略提升。

市场容量：依托经济、交通与假期制度优化，居民旅游消费潜力充足，经数据显示，2025 年 1-6 月，国内旅游人次为 32.85 亿人次，较上年增长 20.6%；国内旅游收入为 3.15 万亿元，较上年增长 15.2%，旅游市场和旅游产业链将持续稳定增长。得益于国民经济的持续发展、国民收入的不断提升和公共交通等基础设施不断完善，以及黄金周等节假日制度的优化，大众旅游时代的高增长阶段到来。经文化和旅游部数据中心测算，2025 年春节假期全国国内旅游出游 5.01 亿人次，同比增长 5.9%，总花费 6,770.02 亿元，同比增长 7.0%；2025 年清明节假期，全国国内旅游出游 1.26 亿人次，同比增长 6.3%，总花费 575.49 亿元，同比增长 6.7%；2025 年“五一”假期 5 天全国国内出游 3.14 亿人次，同比增长 6.4%；国内游客出游总花费 1,802.69 亿元，同比增长 8.0%。可见居民旅游消费潜力与意愿均得到充分释放，旅游业已融入经济社会发展全局，成为国民经济战略性支柱产业。未来随着消费群体的年龄结构变迁及品质生活意识的不断提升，具有高体验、高品质特征的旅游目的地企业业绩将进一步释放。

表4：可比公司对比（2022-2025）：陕西旅游盈利能力高于可比公司平均

公司名称	近4年营业收入年均复合增速（%）	2025 年毛利率（%）	2025 年净利率（%）	2025 年 ROE（%）
黄山旅游	38.34%	46.86%	14.73%	6.20%
丽江股份	40.95%	56.18%	27.79%	8.39%
峨眉山 A	29.66%	49.89%	14.14%	8.33%
九华旅游	38.79%	49.88%	24.22%	13.44%
三特索道	36.58%	62.35%	24.12%	10.14%
宋城演艺	72.59%	64.76%	37.71%	9.88%
平均	42.82%	54.99%	23.79%	9.40%
陕西旅游	66.56%	67.63%	45.11%	19.40%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、尚水智能（301513.SZ）

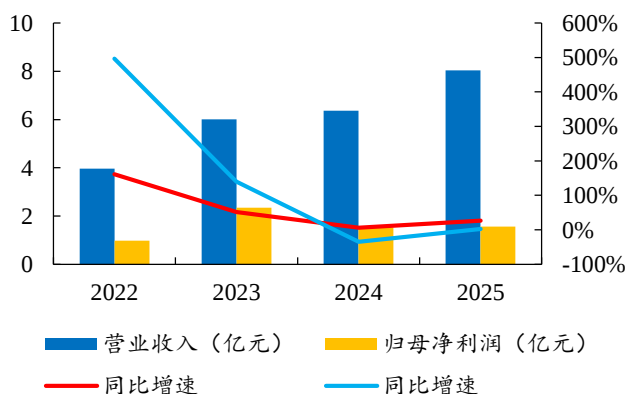
3.1、依托工艺和装备一体化的智能装备供应商，营收规模持续增长

尚水智能深耕智能装备行业十余年，构建了以“核心单机+智能控制系统+工艺包”为体系的综合技术能力，主营业务围绕微纳粉体处理、粉液精密计量、粉液混合分散、功能薄膜制备等核心工艺环节展开，产品可广泛用于新能源电池、新材料、化工、食品、医药、半导体等行业。目前公司主要面向新能源电池极片制造及新材料制备领域，专业从事融合工艺能力的智能装备的研发、设计、生产与销售，形成了清晰、稳定并适应自身业务特点的经营模式。公司以自主研发为核心驱动力，通

过不断提升产品性能与工艺水平，拓展产品在新领域的应用，增强市场竞争力，推动公司持续稳健发展。同时，公司依托工艺和装备一体化创新促进新质生产力发展，大幅提升了我国新能源电池行业生产效率与品质，是助推我国新能源电池行业快速成长的重要参与者。2025 年公司微纳米材料智能处理系统、配件及设备改造、新材料制备智能装备、其他业务收入分别为 7.60、0.39、0.05、0.003 亿元，占总收入的比重分别为 94.52%、4.87%、0.57%、0.04%。

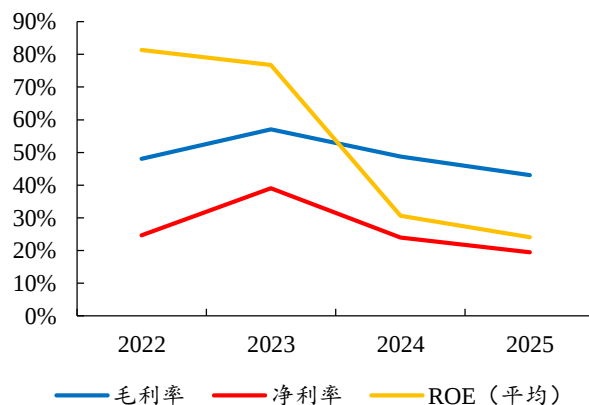
公司 2022、2023、2024、2025 年营业收入分别为 3.97、6.01、6.37、8.04 亿元，CAGR 为 26.55%，对应归母净利润分别为 0.98、2.34、1.53、1.56 亿元，CAGR 为 16.94%。公司营业收入持续增长主要受益于公司多年研发投入和持续产品创新，先后推出了薄膜高速分散制浆系统、循环式高效制浆系统、捏合式高效制浆系统等产品，推动行业工艺革新，积极响应下游行业的蓬勃发展，解决了下游行业大产能扩产需求的痛点。毛利率方面，由于新能源电池极片制造、新材料制备的复杂性与多样性，相关产品定制化程度较高，在开拓新市场、新客户过程中，为实现快速渗透与技术迭代，与客户建立长期稳定合作关系，公司制定了具有针对性的市场定价策略，部分产品在推广初期定价较低，使得公司毛利率收到多种因素的影响而有所波动。2022-2025 年，公司毛利率分别为 48.11%、57.09%、48.72%、43.10%，净利率分别为 24.64%、39.01%、23.96%、19.44%，ROE 分别为 81.31%、76.74%、30.62%、24.08%。

图5：尚水智能营收持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：尚水智能盈利能力有所波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：尚水智能募集资金的主要用途

项目名称	计划投资总额 (万元)	达成后贡献
高精智能装备华南总部制造基地建设项目	50,568.15	该项目的实施，将增大公司整体规模，有利于进一步发挥公司技术、产品、客户、品牌和管理资源优势，实现公司业务的整合及协同效应，切实增强公司抗风险能力、市场竞争力和可持续发展能力。
研发中心建设项目	29,609.43	该项目将通过新建研发大楼以及购置先进研发设备等方式，改善公司研发条件，同时引进高端研发人才，进一步优化公司人才结构、增强公司技术研发实力，提升公司的核心竞争力，为公司未来业务发展保驾护航。
补充流动资金	15,000.00	公司订单充裕，为满足客户订单需求，发行人需进行产能扩充。同时，

项目名称	计划投资总额 (万元)	达成后贡献
为保持产品的市场竞争力，发行人需要进行持续的研发投入。该项目为二者提供了资金保障。		
合计	95,177.58	

资料来源：尚水智能招股说明书、开源证券研究所

3.2、公司亮点：持续突破行业关键技术，优质客户资源彰显雄厚实力

公司坚持以技术创新为核心驱动力，持续突破行业关键技术，核心产品市场占有率名列前茅，构建差异化竞争优势，推动业务领域持续拓展。作为深耕新能源电池极片制造领域十余年的技术驱动型企业，公司在已有核心技术平台和人才体系的支撑下，紧跟行业技术演进趋势，已形成覆盖新能源电池前段工艺的全链条技术体系，掌握定转子湍流剪切、大流量循环分散、粉体雾化浸润等国际领先的自主知识产权制浆技术群，并同步开发双面同步涂布、悬浮烘箱、精密辊缝调节等先进制片技术，在锂电池制浆设备领域已具有行业首创优势。目前，公司已获得境内专利 174 项（其中发明专利 44 项），境外发明专利 9 项，公司将持续推动产品技术升级，为公司在智能装备领域巩固领先地位提供坚实支撑。公司自主研发的循环式高效制浆系统率先实现了粉液混合与高速分散并行制浆，开创了高效、低耗、大产能制浆的新工艺路线。通过持续的技术迭代与工艺创新，公司已具备支撑下一代电池技术产业化的装备开发能力，在新能源电池前段设备市场保持显著竞争优势。根据高工产研（GGII）统计，2024 年，公司循环式高效制浆系统在国内市场的占有率为 60%，排名第一，公司锂电池制浆系统在国内市场的占有率为 12.77%，市场排名第三。在新材料制备领域，公司建立了兼具通用性与可扩展性的新材料制备平台，产品已应用于新能源电池正负极材料、功能膜、半导体封装材料及功能陶瓷材料等多个细分材料制备领域，逐步形成以工艺装备平台为基础，面向多行业多场景的应用格局。

公司产品品质广受认可，深度绑定多家知名企业，拥有着较强的客户粘性，以支撑业绩稳定增长。为应对锂电池制造领域日益增长的工艺需求，公司依托长期技术沉淀与工艺创新，已构建了覆盖前段核心工序的智能化装备体系。并凭借优异的产品性能、稳定的产品质量、及时的客户响应，公司得到客户的高度认可，已交付产线超 500 条，并成为下游头部客户的稳定供应商，在国内锂电池前段设备领域中具有良好的市场影响力。在新能源电池极片制造领域，公司已与比亚迪（002594.SZ）、亿纬锂能（300014.SZ）、宁德时代（300750.SZ）、中创新航（03931.HK）、宁德新能源、瑞浦兰钧（00666.HK）、楚能新能源、欣旺达（300207.SZ）等国内主流锂电池及新能源整车企业建立了稳定合作关系，并与三星 SDI、LGES、松下、SK On 等海外知名锂电池制造商开展业务合作。在新材料制备领域，公司产品已覆盖贝特瑞（835185.BJ）、恩捷股份（002812.SZ）、万华化学（600309.SH）、双环科技、博益鑫成、华海诚科（688535.SH）、三环集团（300408.SZ）等新能源电池材料、光学膜、半导体封装材料等不同领域客户群体。公司坚持与重点客户间建立长期、深度的合作关系，持续与下游头部客户开展技术交流及产品验证，通过长期工艺及技术升级所建立起来的合作关系有效增强了公司与优质客户之间的粘性，推动了公司经营业绩的持续高质量发展。

3.3、行业大观：新能源电池设备未来将向绿色、智能、一体化方向升级，预计 2027 年锂电生产设备市场规模达到 850 亿元

行业趋势：随着传感、5G 通信、自动化与仿真技术的快速发展，信息化与工业

化深度融合趋势加速，新能源电池设备行业整体向高自动化、一体化、绿色智能化升级，国产设备加速替代进口，光学、半导体封装设备国产替代空间广阔。未来，新能源电池设备将进一步实现智能监控、远程运维与自优化生产，推动行业向绿色高效、智能制造方向持续发展。当前，新能源电池极片制造设备正朝着一体化集成交付方向快速发展，并随着未来下游新能源电池生产企业对产线整体性能要求的不断提高，这一趋势将更加明显。随着我国新能源汽车的快速发展，国内锂电池及锂电设备技术水平不断提升，国产化替代不断完善，中国锂电产业链优秀企业已发力国际市场，逐步进入日本、韩国以及欧洲等海外电池企业供应链体系。其中，得益于锂电池成本大幅降低，技术性能不断突破，锂电储能技术商业化、规模化应用持续加速，目前已在全球电化学储能市场中占据主导地位。另一方面，光学膜设备仍以进口为主，近年来随着国内企业在光学膜设备的研发制造上不断取得突破，部分设备已具备进口替代能力，国产设备的市场份额正在逐步提升，光学膜设备的国产替代空间广阔，将进一步推动市场规模的扩大。目前中国半导体封装材料制造设备国产化率较低，但在国家政策支持以及国内市场需求的推动下，半导体封装材料制造设备的国产替代进程有望加速，国内企业将通过技术创新和产业升级，逐步提高市场份额，国产替代的市场空间巨大。

市场容量：锂电、光学膜、半导体封装设备市场均稳步扩容，根据 GGII 调研统计，2024 年中国锂电生产设备市场规模约 660 亿元，2025 年行业出货量达到近年低点，后续 2026 年将重回增长态势，预计到 2027 年中国锂电生产设备市场规模将达到 850 亿元。随着 5G 技术、物联网技术的发展，新型智能硬件产品如穿戴式设备、智能家居等不断涌现，光学膜的应用场景进一步拓展，从而带动光学膜设备市场的持续扩大。根据中商产业研究院数据，2024 年中国光学膜市场规模约为 566 亿元，预计到 2028 年将接近 600 亿元，保持稳步增长。根据 Global Info Research 预测，2031 年全球半导体制造设备市场规模将达到 1,874.5 亿美元，未来几年年复合增长率 CAGR 为 6.6%。可见得益于半导体行业的发展以及先进封装技术的不断推进，半导体封装材料制造设备市场规模有望保持稳定增长。

表6：可比公司对比（2022-2025）：尚水智能盈利能力高于可比公司平均

公司名称	近 4 年营业收入年均复合增速 (%)	2025 年毛利率 (%)	2025 年净利率 (%)	2025 年 ROE (%)
先导智能	1.23%	33.32%	10.80%	12.64%
金银河	2.00%	22.15%	0.57%	1.22%
宏工科技	-2.42%	21.38%	2.95%	4.81%
理奇智能	57.62%	26.33%	11.99%	25.09%
平均	14.61%	25.79%	6.58%	10.94%
尚水智能	27.53%	43.10%	19.44%	24.08%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

(1) 市场竞争风险：三家公司均面临不同程度的市场竞争加剧风险。林平发展所处的造纸行业企业众多、产品同质化严重，若公司无法在规模效应或成本控制方面保持优势，可能面临市场份额被侵蚀的风险；陕西旅游所处的文旅行业新项目层出不穷，若核心产品不能持续创新以维持品牌吸引力，可能在客源争夺中处于不利

地位；尚水智能所处的锂电制浆设备领域，其首创的技术路线已吸引了众多竞争对手效仿，导致市场占有率显著下滑。若上述公司后续在产品迭代或市场拓展方面进展不及预期，可能对市场地位和经营业绩产生不利影响。

(2) 下游需求波动风险：三家公司的下游需求均与宏观经济环境及下游行业景气度密切相关。林平发展的瓦楞纸和箱板纸需求与经济增长及终端消费高度绑定，若经济增速放缓将直接导致产品价格和销量下滑；陕西旅游的业绩受宏观经济和居民消费意愿影响显著，经济不景气将直接影响出游人次和核心业务收入；尚水智能的业绩高度依赖锂电池行业扩产节奏，若市场增速放缓，客户将推迟设备验收和采购。若未来宏观经济持续低迷或下游行业景气度下行，可能导致三家公司订单及业务增长承压。

(3) 税收优惠政策变动风险：三家公司均享受较为显著的税收优惠，对净利润贡献度较高。林平发展享受增值税即征即退和企业所得税减计收入等优惠，报告期内税收优惠占净利润比例最高达 80%，政策变化将对其业绩产生重大不利影响；陕西旅游多家核心子公司享受西部大开发减按 15%税率征收所得税的优惠，若政策不能延续将显著增加税负；尚水智能享受软件产品增值税即征即退和高新技术企业 15%所得税优惠，2023 年税收优惠占利润总额比例达 30%。若上述优惠政策后续无法延续或公司不再符合资格条件，三家公司的盈利能力均可能受到显著影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn