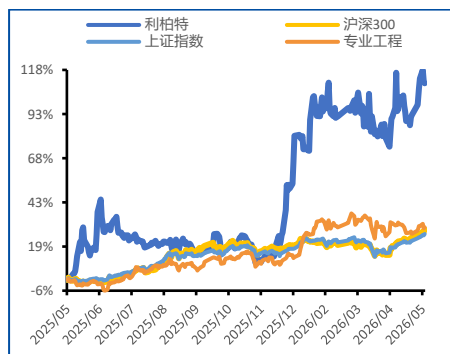


投资评级:买入(首次)

基本数据	2026-05-13
收盘价(元)	19.10
流通股本(亿股)	4.49
每股净资产(元)	4.59
总股本(亿股)	4.49

最近 12 月市场表现



分析师 王涛
SAC 证书编号: S0160526020003
wangtao01@ctsec.com

联系人 杨景奥
yangja@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **工业模块化制造商，核电+FPSO 卡位优势明显：**公司是行业领先的工业模块制造商，业务范围已从传统化工延伸到核电工程、油气能源、矿业、水处理等多个行业。我们认为公司中长期增长亮点主要在于：1) 核电模块化市场供应商较少，公司兼具土建及模块化能力，集成优势显著，且得益于丰富项目经验，公司成本显著低于同行。2025 年公司中标宁二订单后，在中广核核心供应商的地位进一步巩固，有望充分受益核电站审批落地及模块化率提升；2) 深远海开发趋势下，浮式生产平台 FPSO 需求强劲。公司已斩获多个 FPSO 订单，且新建厂区 2026 年 9 月落地后，公司后续承载能力有望进一步增强。
- ❖ **化工领域模块化需求稳健，竞争优势行业领先：**高能源成本的背景下，欧美化工企业能源成本压力逐步增长，大量外资化工企业选择入华投资建厂。据 Cefic 数据，预计 2017-2030 年全球化工产业将持续增长，且其中一半的化学产品生产将来源于中国。公司在过往项目中积累了丰富的服务经验，为公司后续承接优质订单提供了优势及保障。公司客户以国际化工企业为主，客户优质且黏性高，前五大客户营收占比多年达到 45% 以上。
- ❖ **拓展核电及 FPSO 领域，公司增长潜力可期：**1) 公司 25 年中标中广核宁德二期 5BDA、7BUG 模块建造安装工程及临时泊位工程，项目规模约 2.26 亿元。在我国核电市场模块化发展趋势持续加强的大背景下，公司在该项目中积累的模块建造技术和经验将使公司更好地契合市场需求，有望助力公司进一步打开模块化市场空间；2) 公司 2022 年 4 月承接了荷兰企业 5 个上部模块相关专业的设计及生产制造工作，合同金额达 3150 万美元。2026 年公司再次中标约 2000 万美元 FPSO 订单，公司新建南通厂区拥有稀缺性的自有码头资源，随新建厂区落地，公司后续 FPSO 订单承载能力有望进一步增强。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 2.5、3.5、4.9 亿元，对应 PE35、25、18 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观周期波动风险，新业务拓展不及预期、原材料价格波动风险。

盈利预测

币种(人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,493	2,621	2,528	2,890	3,363
收入增长率(%)	7.7	-24.9	-3.6	14.3	16.4
归母净利润(百万元)	240	219	247	348	485
净利润增长率(%)	26.5	-9.1	13.1	40.7	39.4
EPS(元)	0.55	0.49	0.55	0.77	1.08
PE	17.5	33.5	34.7	24.7	17.7
ROE(%)	13.1	10.7	8.3	10.5	13.0
PB	2.4	3.6	2.9	2.6	2.3

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2026 年 05 月 13 日收盘价计算)

目录

1	国内领先的工业模块制造商	5
1.1	专注工业模块化制造，具备 EPFC 全产业链服务能力	5
1.2	工程服务与模块化互驱，业绩稳步增长	7
1.3	经营质量持续改善，财务状况维持稳健	8
2	工业模块化优势显著，市场格局逐步打开	9
2.1	模块化建造在成本、工期、环保等方面均有优势	10
2.2	模块化市场格局逐步打开，参与者错位竞争	12
3	深耕化工领域模块化，竞争优势行业领先	13
3.1	海外化工产业链转移中国，带动化工行业建设需求	13
3.2	公司竞争优势显著，客户认可度高	15
3.3	始于海外拓展国内，市场空间有望继续打开	16
3.4	新建厂区拓展业务范围，公司综合竞争力或进一步提升	17
4	模块化场景持续扩张，公司增长潜力可期	17
4.1	核建景气度持续上行，模块化应用逐步打开	17
4.1.1	核电投资景气度上行，运营商资本开支意愿较强	17
4.1.2	我国在核电领域模块化已有长足探索	19
4.1.3	公司先发优势显著，后续空间有望逐步打开	21
4.2	FPSO 订单需求旺盛，公司业务拓展空间广阔	22
4.2.1	海上油气发展持续向好，FPSO 建设需求持续增长	22
4.2.2	FPSO 上部船体模块化可行性强，后续市场空间广阔	23
4.2.3	FPSO 模块化已有突破，公司后续空间有望打开	24
5	盈利预测及投资建议	25
6	风险提示	27

图表目录

图 1:	公司发展历程	5
图 2:	公司主要业务领域及客户范围	6

图 3:	截止 2025 年 12 月 31 日公司股东持股情况	6
图 4:	公司营业收入.....	7
图 5:	公司归母净利润.....	7
图 6:	公司分业务营业收入占比	7
图 7:	公司模块化业务毛利率水平显著高于工程业务	7
图 8:	公司研发费用率逐步增长	8
图 9:	公司净利润率稳中有增	8
图 10:	公司经营性现金流维持正流入（单位：亿元）	8
图 11:	公司收现比暂有承压	8
图 12:	公司货币资金储备充足	9
图 13:	公司负债水平	9
图 14:	模块化建筑流程	10
图 15:	采取模块化建造模式的成本在传统建造成本的基础上浮动-20%~10%.....	11
图 16:	新疆独山子石化塔里木 120 万吨/年二期乙烯项目	11
图 17:	中国贡献全球主要的化工行业投资额	14
图 18:	全球化工品销售额占比	14
图 19:	俄乌冲突后欧洲天然气价格大幅增长	14
图 20:	欧洲原油价格维持相对高位	14
图 21:	公司主要客户贡献收入比例	15
图 22:	国内人力成本逐步提升	16
图 23:	计划建设核反应堆与在建核反应堆情况	18
图 24:	核电在建装机数量持续增加	18
图 25:	计划建设核反应堆与在建核反应堆情况	18
图 26:	核电在建装机数量持续增加	18
图 27:	两大核电运营商资本性开支持续增加（单位：亿元）	19
图 28:	“国和一号+”建成效果图	20
图 29:	“玲龙一号”建成现场	20
图 30:	安徽合肥全超导托卡马克核聚变实验装置（EAST）	21

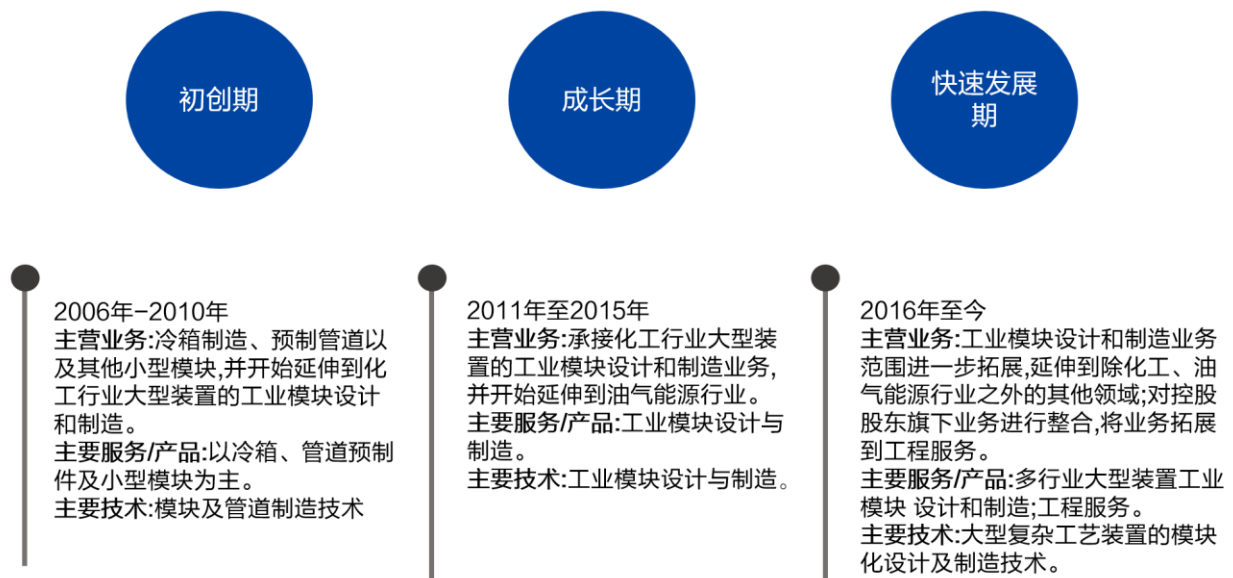
图 31:	公司核电气体分离装置	22
图 32:	海洋油气资本开支维持较快增速	22
图 33:	海洋油气资本开支维持较快增速	23
图 34:	计划建设核反应堆与在建核反应堆情况	23
图 35:	核电在建装机数量持续增加	23
图 36:	海洋油气资本开支维持较快增速	24
图 37:	利柏特萨卡里亚气田开发三期模块建造项目首钢切割暨开工	25
表 1:	模块化施工模式较传统建造模式的成本变动	10
表 2:	8 台 15 万吨乙烯裂解炉模块化安装模式资源及时间消耗显著优于现场安装模式	12
表 3:	模块化行业主要竞争企业情况	13
表 4:	海外化工厂选择来华建厂	15
表 5:	公司重大项目中标情况	17
表 6:	公司现有生产基地	17
表 7:	公司分业务盈利预测	25
表 8:	公司费用率及所得税率情况	26
表 9:	可比公司估值表	26
表 10:	可比公司财务数据对比	26

1 国内领先的工业模块制造商

1.1 专注工业模块化制造，具备 EPFC 全产业链服务能力

深耕模块化十余年，业务从小型模块化制造拓展升级为工业模块化设计制造。公司发展历程大致可分为三个时期：1) **初创期** (2006~2010 年)，公司主要进行冷箱制造、预制管道以及其他小型模块制造业务，在服务客户过程中，公司逐渐意识到大型装置的模块化制造方式具备缩短建设周期、提高产品质量、降低施工现场安全风险系数及环境污染等诸多优势，未来大型装置将呈现模块化制造的趋势，进而将业务发展目标定位于为化工行业提供工业模块设计和制造服务；2) **成长期** (2011~2015 年)，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，取得了巴斯夫、陶氏化学、液化空气等国际知名企业的高度认可；3) **快速发展期** (2016 年至今)，公司工业模块设计和制造业务范围进一步拓展，2016 年公司收购利柏特工程及利柏特建设，“设计-采购-模块化-施工” (EPFC) 的全产业链环节及一体化服务能力逐步形成；2021 年公司在上交所主板成功上市。

图1：公司发展历程



数据来源：立鼎产业研究网、财通证券研究所

公司专注于工业模块的设计和制造，拥有“设计-采购-模块化-施工” (EPFC) 全产业链环节及一体化服务能力。公司 EPFC 全产业链环节可以进一步分解为工程总承包 (EPC)、工程设计 (E)、工程采购 (P)、模块化 (F)、工程施工 (C) 和工程维保。模块化制造 (F) 方面，公司主要产品为工艺模块、管廊模块以及管道预制件。公司工艺模块主要应用于化工行业，并已延伸到油气能源、矿业、水处理等多个行业。公司主要客户为行业知名的跨国企业，已与巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔、科思创、优美科、陶氏化学、英威达、液化空气等数十家企业建立了长期稳定的合作关系。

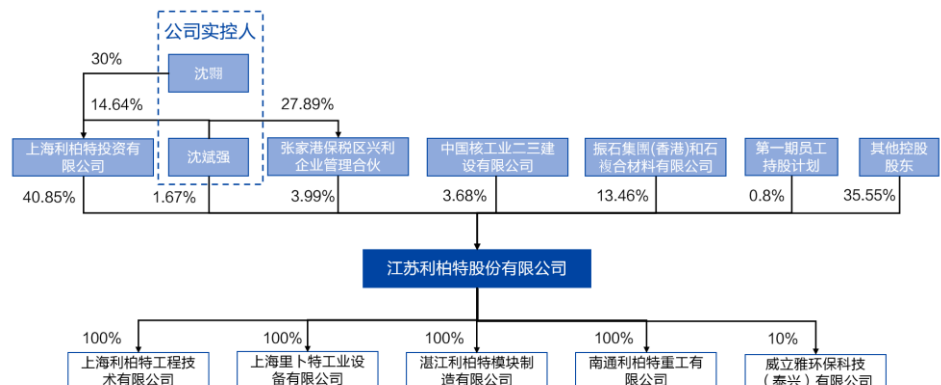
图2： 公司主要业务领域及客户范围



数据来源：公司官网、公司公告、财通证券研究所

股权结构稳定，子公司分工明确。截至 2025 年 12 月 31 日，公司第一大股东为上海利柏特投资有限公司，持股比例达到 40.85%，股东为公司实控人沈斌强和沈翊，二人系父子关系。沈斌强先生任公司董事长，曾担任中国核工业二三建设有限公司苏州分公司负责人，通过直接或间接持有公司 7.11% 股份。公司各个子公司中：湛江利柏特负责模块化业务；利柏特工程主要负责工程设计、工程总承包等业务；里卜特设备主要负责为各类工程项目提供采购支持。

图3： 截止 2025 年 12 月 31 日公司股东持股情况

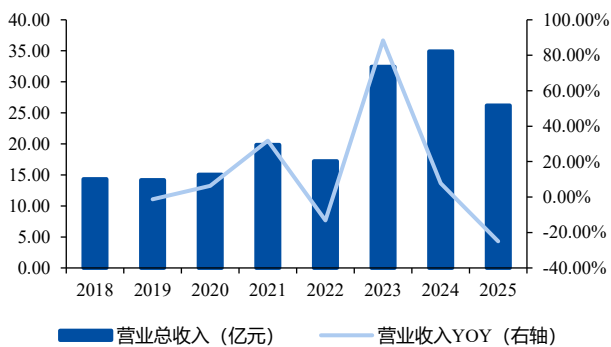


数据来源：iFinD、公司公告、财通证券研究所

1.2 工程服务与模块化互驱，业绩稳步增长

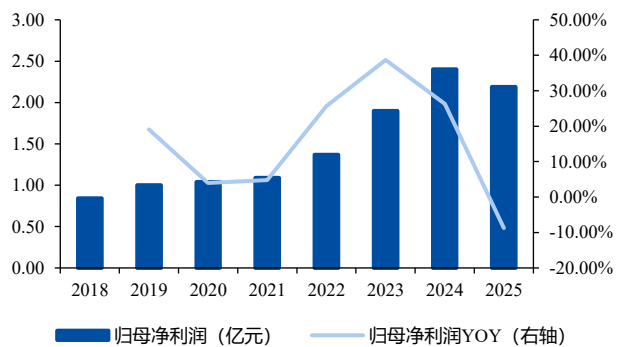
公司营收随订单节奏波动，25 年业绩阶段性承压。2020-2025 年公司年营收 CAGR 达 11.73%，归母净利润 CAGR 达 16.06%，收入与业绩整体维持稳步增长。2022 年收入下滑 13.21% 主要受疫情影响施工节奏，2023 年公司收入增长 88.38%，2023-2024 年公司业绩稳步释放，分别同比+39%、+26%。或因公司 2022 年中标的巴斯夫大订单项目执行与结转良好。2025 年公司实现营收 26.21 亿元同降 24.96%，归母净利润 2.19 亿元同降 8.75%，或因前期大额订单执行周期进入尾声、新签项目尚处执行初期，营收及业绩贡献有限导致。

图4：公司营业收入



数据来源：iFinD、财通证券研究所

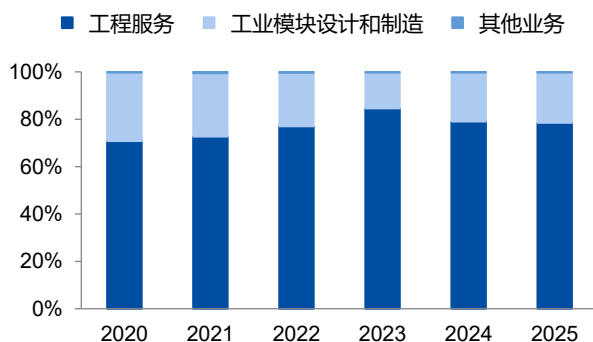
图5：公司归母净利润



数据来源：iFinD、财通证券研究所

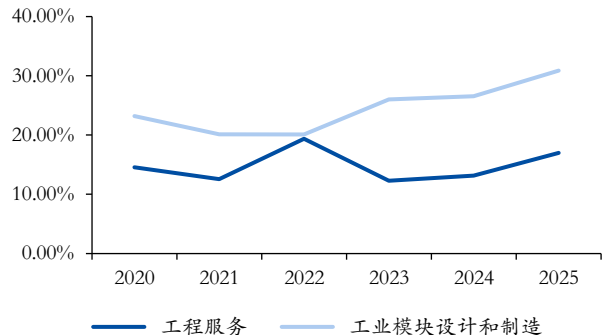
工程服务构成公司主要收入，模块化业务盈利能力相对更高。收入结构来看，公司收入以工程服务与工业模块设计和制造两大业务为主，其中工程服务业务收入占总收入比例自 2020 年以来维持 70% 以上，2025 年公司工程服务、工业模块设计和制造业务分别实现收入 20.58/5.57 亿元，分别占总收入 78.52%/21.25%；毛利率水平来看，公司工业模块设计和制造业务毛利率显著高于工程服务毛利率，2025 年公司工程服务、工业模块设计和制造业务毛利率分别为 17.02%/30.88%。

图6：公司分业务营业收入占比



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图7：公司模块化业务毛利率水平显著高于工程业务

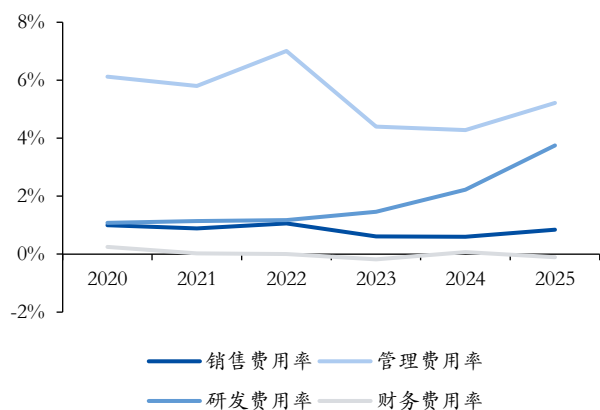


数据来源：iFinD、财通证券研究所

1.3 经营质量持续改善，财务状况维持稳健

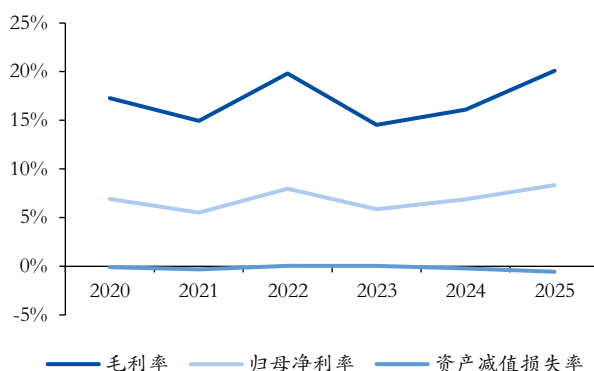
研发投入持续增长，盈利能力稳中有增。公司 2025 年期间费用率 9.70%，同比增加 2.53pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别变动 +0.24pct/+0.94pct/+1.53pct/-0.18pct。公司近年来研发费用率持续攀升，研发投入稳步增长，主要系公司持续加码在新领域的研发投入。2025 年实现归母净利润率 8.34%，同比提升 1.45pct，主要系公司高毛利的工业模块设计和制造业务占比提升，2025 年公司综合毛利率达 20.10%，同比增长 4.01pct。

图8：公司研发费用率逐步增长



数据来源：iFinD、财通证券研究所

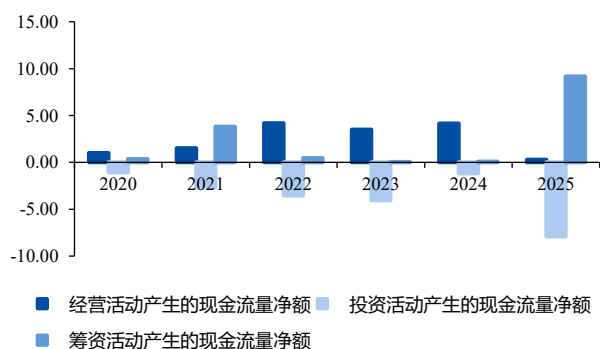
图9：公司净利润率稳中有增



数据来源：iFinD、财通证券研究所

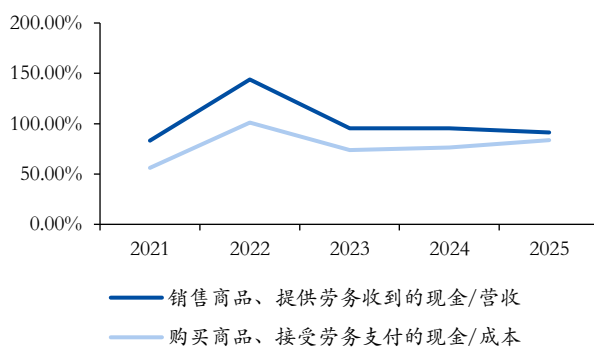
经营性现金流维持净流入，回款短期承压。2025 年全年公司经营现金流净流入 0.27 亿元，同比 2024 年全年少流入 3.88 亿元。公司经营性现金流自 2019 年以来持续维持净流入状态，主要系公司客户普遍为优质的国际化工企业，项目付款情况整体具备保障。2025 年全年公司收现比、付现比分别达 91.4%/83.6%，分别同比变动-4.0pct/+7.1pct，主要系本期营业收入规模下滑，同时本期项目采购支出占营业成本比重提升所致。

图10：公司经营性现金流维持正流入（单位：亿元）



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图11：公司收现比暂有承压



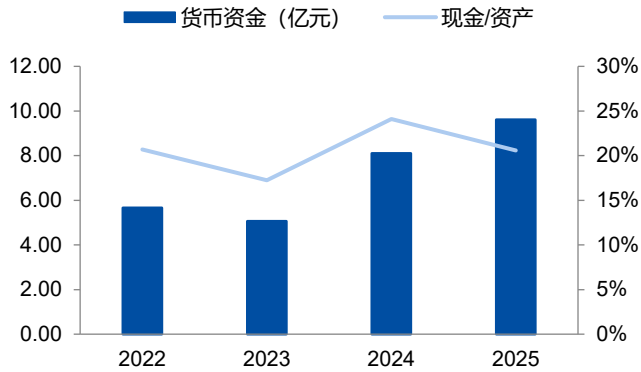
数据来源：iFinD、财通证券研究所

货币资金储备充足，负债率水平有所上行。公司 2025 年报货币资金 15.11 亿元，较年初增长 1.51 亿元，公司货币资金占总资产比例达 20.6%。



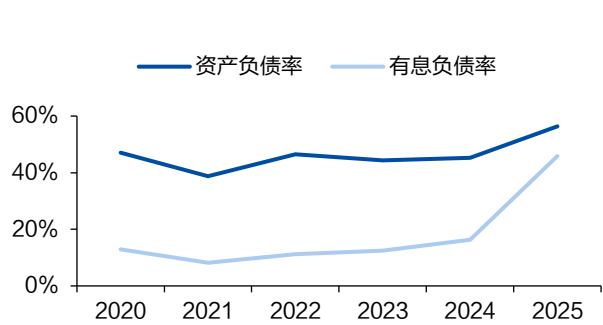
以来维持 15%以上，公司目前货币资金储备充足，利于维持公司稳定运营，支撑公司新建项目稳步推进。2025 年报公司资产负债率 56.4%，较年初上升 11.1pct，2018-2021 年公司负债率水平呈持续降低趋势，2022 年起负债率有所波动，2025 年出现大幅上行，或系公司因拓展新兴业务，资本开支力度有所增大。

图12： 公司货币资金储备充足



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图13： 公司负债水平



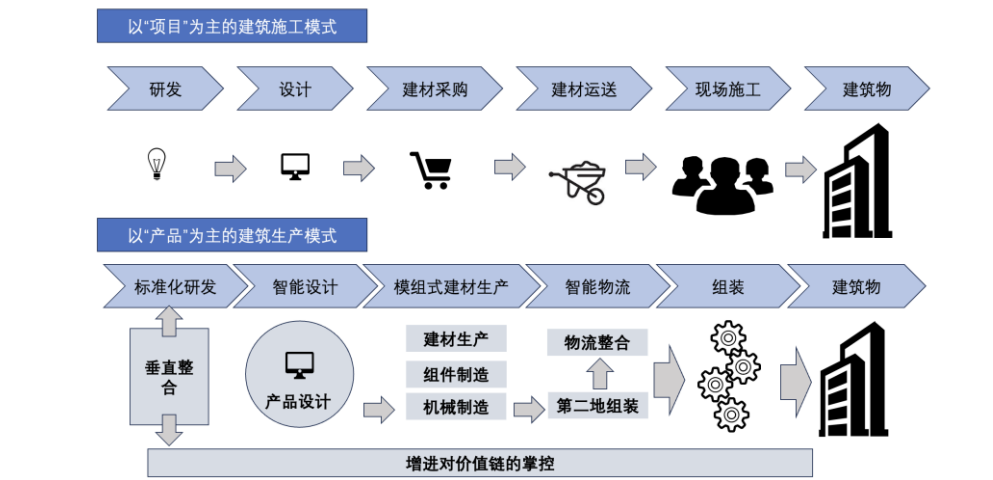
数据来源：iFinD、财通证券研究所

2 工业模块化优势显著，市场格局逐步打开

模块化技术起源于海洋油气能源领域的大型装置制造，自 20 世纪 60 年代起在美国、俄罗斯、日本等国迅速发展并拓展至其他行业。历经多年，欧美形成了一批在核心工艺、专利技术和设计方面占优的大型总承包商。随着“一带一路”推进，国内企业纷纷涉足海外项目，因不熟悉当地政策，更愿选国内模块制造企业为总承包商，采用国内预制、海外组装模式。因我国在技术工人、建造场地设施、基础配套等方面有优势，逐步吸引海外企业模块化项目选择在中国执行。

模块化建造目前已成为大型工程、装备建设领域一种高效的解决方案。从流程上来看，模块化建筑允许企业在工厂生产模块，基本模块单元可在工厂内完成从结构到管线再到室内外装修的预制，可实现建筑、结构、机电、装修的一体化和全工厂化，工业化程度可达 85%，现场装配率可达 90%以上。

图14： 模块化建筑流程



数据来源：麦肯锡，财通证券研究所

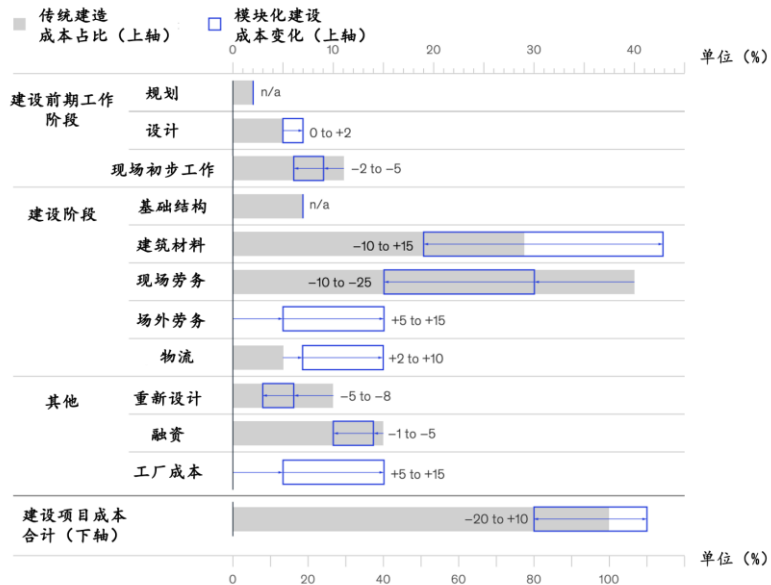
2.1 模块化建造在成本、工期、环保等方面均有优势

模块化建造模式将显著节约建筑成本。经济效益是模块化渗透的第一推动力。得益于模块化建造的集中性、短工期的特点，其建造过程中能有效节约劳动力成本及原材料采购成本，而模块化建造过程中的物流费用以及对材料精度要求提升可能产生的额外成本。综合而言，模块化建造过程的建筑成本主要在节省现场劳动力与可能增加的材料成本和物流成本之间权衡。劳动密集型比例高、可重复性最强的（可标准化）项目，如经济适用房、工业厂房等采取模块化建造最有望实现大幅成本节约。据麦肯锡数据，采取模块化建造模式的成本有望在传统建造成本的基础上降低 20%。

表1： 模块化施工模式较传统建造模式的成本变动

建造过程	
设计	模块化初期的设计需要确保模块与制作的一致性，模块化建筑的初始设计成本相对高于传统设计模式。但随行业经验成熟，设计可重复利用率有望提升，设计费用将优于传统设计模式。
现场施工费用	模块化建筑与传统建筑相比工时大幅缩短，因此工地/施工管理费用相对大幅减少；
材料费用	与现场制造相比，模块化生产设施自动化程度更高，对材料精度要求更高，可能导致成本有所增加。但建筑商通过集中生产、标准化设计和预制组件的模式降低材料浪费，且集中采购可以省去中间商并降低物流成本。根据麦肯锡数据，模块化生产与现场制造相比大约可降低 5-10% 的材料成本；
劳动成本	模块化建筑中，80% 的传统劳动力活动被转移到场外的制造工厂，且一些技术密集、高成本工种（机械、电气、管道）可以由低成本的制造工人完成。总体而言模块化建筑可降低劳动力成本约 25%。
物流	模块化建筑领域需要将模块协调运到工地，在运输规定严格的地区，项目总成本最多增加 10%
返工	对于模块化项目，大多数返工成本通常可以避免
融资	模块化施工下，工期大幅减少，开发商的预付款规模较传统施工模式更大，融资总成本将有所下降

数据来源：麦肯锡，财通证券研究所

图15： 采取模块化建造模式的成本在传统建造成本的基础上浮动-20%~10%

数据来源：麦肯锡，财通证券研究所

以石油化工项目为例，模块化建造可实现较大幅成本降低。在中国石油 2008 年承建的新疆独山子石化分公司 8 台 15 万吨乙烯裂解炉项目中，模块化建设方式下平均单台裂解炉建造施工成本减少了约 260 万元；石油工程建设公司近年在西南和华北地区建设了 6 座双塔络合铁脱硫站，每立方米药剂溶液的脱硫能力提高 4 倍，项目综合运行成本降低 38%。

图16： 新疆独山子石化塔里木 120 万吨/年二期乙烯项目

数据来源：中国石油官网、财通证券研究所

模块化设计施工较传统施工工期更短。1) 模块化建筑可以在工厂环境内预制，大部分建筑活动可以在不受天气影响的条件下运行；2) 异地车间预制在厂房内进行，工人工作效率显著提升。以公司承建的巴斯夫全球首套模块化化工装置中的焊接效率为例，据巴斯夫统计，传统焊接管道每个工人一天焊接的寸径数为 20-25 寸，而厂房内制作焊接量达到每人每天 50-60 寸；3) 模块化建设过程允许不同阶段的施工并行工作，例如模块生产与项目建设前期的基础施工可同时进行

进行；4）模块化生产线可实施更严格的质量控制措施，确保每个模块符合标准，减少返工概率。并且可以在不停工的情况下进行检修升级，减少因停工带来的损失。根据麦肯锡数据，模块化建筑可将施工速度提高多达 50%。更短的工期对业主而言，有望实现更快投产抢占市场份额，同时加快成本回收进度。

表2：8 台 15 万吨乙烯裂解炉模块化安装模式资源及时间消耗显著优于现场安装模式

对比项目	现场安装模式		整体模块化模式	
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

数据来源：立鼎产业研究网、财通证券研究所

打破环境制约壁垒。石油天然气开采、矿业等行业对于大型装置模块化有着较高需求。一方面，其项目建设地多为人迹罕至的地区且自然环境条件恶劣，不适合大规模现场施工作业，大大提高了项目建设的难度、周期和成本；另一方面，化工产业园区对现场施工的污染、排放等条件设有限制。采用模块化制造方式，可以有效避免了恶劣施工环境带来的制约。

安全环保优势。模块化建造在工厂中进行，减少了噪音、灰尘、交通流量对周围环境的干扰。模块化建造模式可减少安全事故、噪音、增加运输频率。2024 年国务院办公厅转发国家发展改革委、住房城乡建设部出台《加快推动建筑领域节能降碳工作方案》，提出到 2025 年，城镇新建建筑将全面执行绿色建筑标准。这意味着新建建筑需要达到一定的节能水平，并且在设计、施工和运行管理中都必须符合绿色建筑的相关要求。

模块化建造项目全生命周期成本优于传统建造模式。通过模块化方式制造的大型装置具有方便拆卸的特点，在生产线升级改造、检维修、回收利用等方面具有诸多优势。产线升级方面，模块化建设允许企业像搭积木一样组装和替换工业模块，减少扩产或技术改造时的停工时间，企业生产线可以根据市场需求和技术更新进行快速调整和升级；在检修方面，模块化生产线可以在不停止整体生产的情况下进行，通过更换单个模块来维护整条线；此外，模块化设计使得生产线的各个部分易于拆分和回收，有助于降低成本。

2.2 模块化市场格局逐步打开，参与者错位竞争

随国内企业逐渐认识到模块化模式的优势，行业迎来快速发展，目前国内已出现少量具备大型装置工业模块设计和制造能力的企业。现有市场竞争激烈的背景下，行业仍有一定壁垒。首先，化工业主通常对承包商过往业绩有较高要求，这使得

具备良好业绩和行业口碑的公司能够更容易渗透到其他固定资产投资较大的领域；其次，工业模块设计和制造本身涉及多个工程学科，要求深入理解大型装置的工艺流程，并掌握一系列复杂的设计与制造技术，技术门槛较高；此外，成功的项目执行需要严格的流程管理和协调能力，确保从设计到交付的各个环节无缝对接，项目管理的复杂性也形成一定壁垒；同时，面向国际市场的公司还需要通过获得诸如 ASME、EN、CWB 等资质认证；在资金方面，工业模块制造所需的设备、设施、场地投入庞大，制造过程中对原材料和流动资金也有较大需求。因此具备较强资质、流动资金、及施工经验丰富的企业在模块化的各个细分领域中将获得更显著的竞争优势。

表3：模块化行业主要竞争企业情况

公司	覆盖行业	主要客户
上海燕达建设有限公司	石油天然气、能源、化工、矿业、海洋工程、水处理、电子、医药及食品	Livent、浙江石化、埃克森美孚、壳牌、三菱重工、中石油等
日本森松工业株式会社	建筑、化工、医药、制酒、食品行业	巴斯夫、杜邦、三菱化学、旭化成、英威达等
博迈科（603727）	海洋油气工程、液化天然气 LNG 和矿业	壳牌、埃克森美孚、巴西国家石油、中石油、中海油、福陆、威立雅、ABB 等
卓然股份（688121）	石化专用设备、炼油专用设备和其他产品	石化、中石油、中海油、中化集团、浙石化、德希尼布、美国空气化工公司等
利柏特（605167）	化工、油气、矿业、水处理	巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔、科思创、优美科、陶氏化学、英威达等

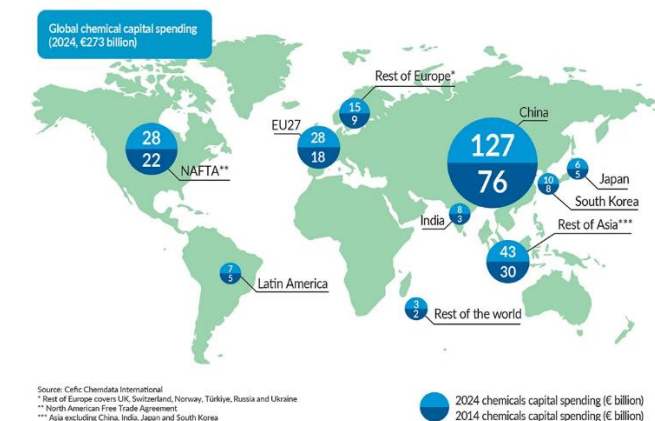
数据来源：利柏特公司公告、博迈科公司公告等、财通证券研究所

3 深耕化工领域模块化，竞争优势行业领先

3.1 海外化工产业链转移中国，带动化工行业建设需求

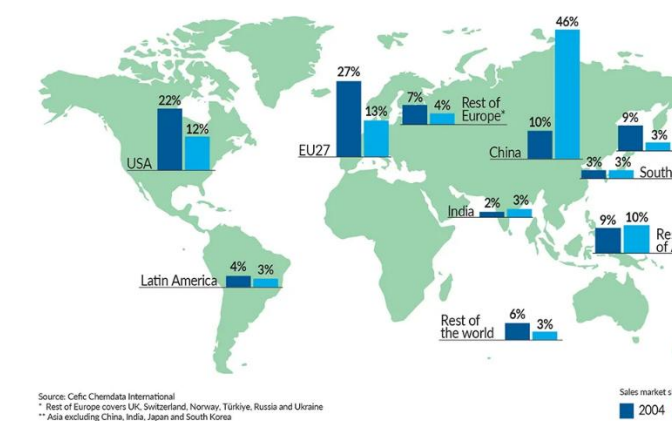
全球化工消费需求持续增长，中国在全球化工行业地位日益凸显。根据欧洲化学工业委员会数据，2024 年全球化学品的销售额为 4.88 万亿欧元。下游消费快速增长下，化工行业上游产业投资快速发展。2024 年全球化工行业投资达到 2840 亿欧元，其中，中国大陆贡献了全球投资的 47%。从下游销售情况来看，中国大陆 2024 年化学品销售额达 2.25 万亿欧元，中国占据全球 46% 的销售额。据 Cefic 数据，预计到 2030 年全球化工产业将持续增长，且其中一半的化学品生产将来源于中国。

图17： 中国贡献全球主要的化工行业投资额



数据来源：Cefic、财通证券研究所

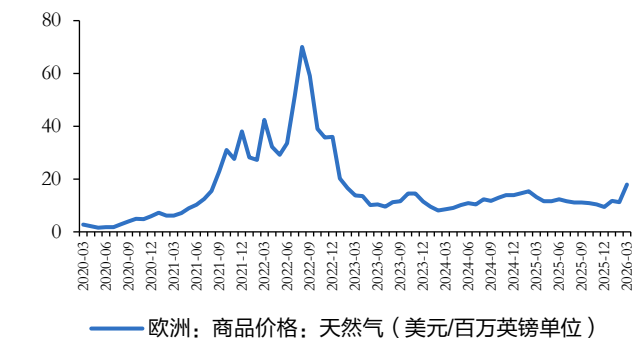
图18： 全球化工品销售额占比



数据来源：Cefic、财通证券研究所

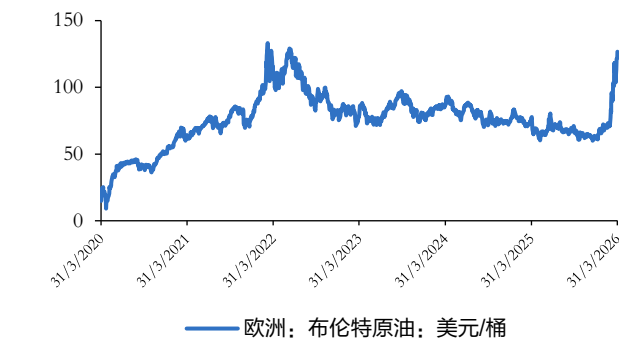
高能源成本的背景下，欧美化工企业能源成本压力逐步增长。自俄乌冲突以来，欧洲地区能源危机逐步显现，石油与天然气及电力价格出现大幅上涨，截至 2026 年 3 月，欧洲天然气价格仍是 2020 年 3 月的 6.6 倍。欧洲地区作为全球第二大化工生产地，能源成本显著增加的背景下竞争力逐步减弱。部分欧洲企业海外工厂盈利能力承压，选择减产或停产以应对高能源成本。例如，亨斯迈宣布下调鹿特丹 MDI 产能三分之一，雅苒国际大幅削减欧洲氨产量，巴斯夫依赖合成气的生产装置如路德维希基地的合成氨、化肥、纯碱等已经纷纷被关停或降低负荷。

图19： 俄乌冲突后欧洲天然气价格大幅增长



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图20： 欧洲原油价格维持相对高位



数据来源：iFinD、财通证券研究所

化工产业链向东转移的背景下，海外化工企业选择来华建厂。2019 年发改委发布的《鼓励外商投资产业目录》中，化学原料和化学制品制造业被纳入。为大量外资化工企业入华投资建厂提供了重要的先决条件。其中，巴斯夫 2019 年宣布将投资约 87 亿欧元，在广东建设一体化生产基地，是德国企业在华投资规模最大的独资单体项目。该基地拥有全球首套主压缩机 100%采用可再生能源驱动的乙烯联合装置，具有高度进料灵活性，可处理多种类型的原料，已于 2026 年 1 月正式投产。

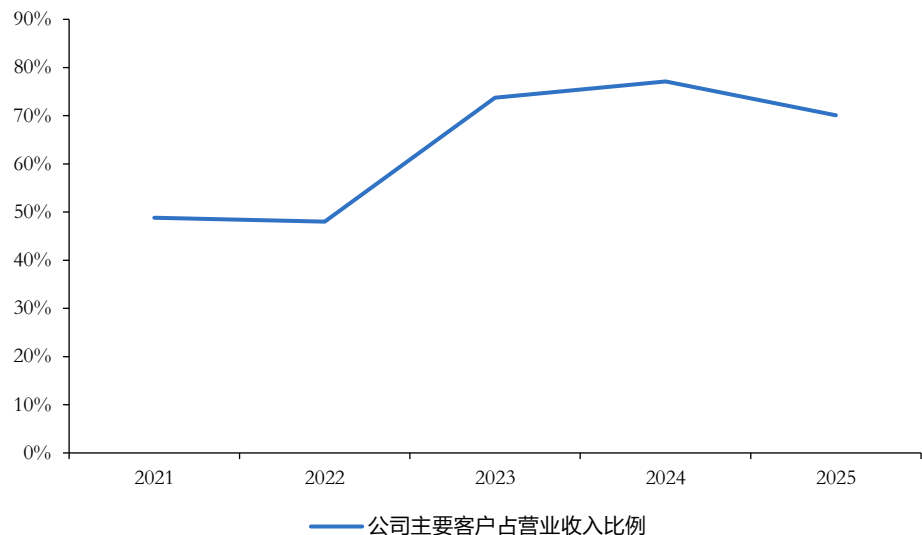
表4：海外化工厂选择来华建厂

企业名称	所属国家	在华投资项目	投资额	投产时间
巴斯夫	德国	巴斯夫湛江一体化基地	87 亿欧元	2026 年
沙特基础工业公司	沙特阿拉伯	福建古雷石化综合体（中沙古雷乙烯项目）	448 亿元人民币	2026 年
沙特阿美	沙特阿拉伯	辽宁盘锦华锦阿美精细化工及原料工程项目	837 亿元人民币	2026 年
壳牌	英国	中海壳牌惠州三期乙烯项目+聚碳酸酯项目	近 600 亿元人民币	2026 年底投产，乙烯项目 2028 年投产
阿科玛	法国	江苏常熟 PVDF 生产基地 20%产能扩建项目	4000 万美元	2028 年

数据来源：新华网、巴斯夫公司官网等、财通证券研究所

3.2 公司竞争优势显著，客户认可度高

公司客户以国际化工企业为主，客户优质且黏性高。化工行业的固定资产投资较大，项目具有易燃、易爆、高温、高压、有毒等特殊性及危险性等特征。客户通常首要关注承包商的过往业绩，且通常选择合作过的承包商以减少磨合成本。公司经过多年积累，为众多国际知名企业提供服务，已具备化工、能源油气、矿业、水处理行业的工业模块设计和制造项目业绩。同时，公司在过往项目中积累了丰富的服务经验，熟知各类高端客户的设计、制造及施工的规范、标准和要求，为公司后续承接优质订单提供了优势及保障。公司已与巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔等数十家企业建立了长期稳定的合作关系，项目质量获得广泛认可，前五大客户营收占比多年达到 45%以上。

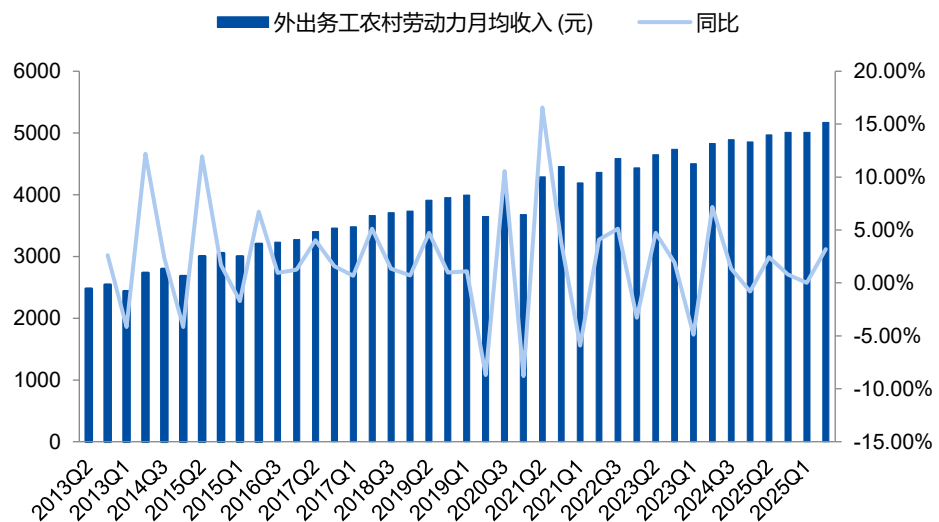
图21： 公司主要客户贡献收入比例

数据来源：iFinD、财通证券研究所

3.3 始于海外拓展国内，市场空间有望继续打开

政策支撑叠加劳动力成本上涨，国内化工行业模块化渗透率有望提升。一方面，2013-2025 年间，我国农民工工资水平从 2477 元/月增长至 5012 元/月，现场施工模式下的劳务成本持续增长，或倒逼企业选择更具经济效益的模块化模式；另一方面，“十四五”规划提出到 2025 年化工行业模块化施工占比达到 10% 的目标。对于石油化工建设项目而言，采用模块化施工技术方式，能够实现**高效率、低成本、阶段化、系统化**的施工与管理，能够促使整个项目的施工效率与质量水平处于高水平，从而保障石油化工建设项目的综合建设水平。我们预计未来国内化工企业采取模块化建造的比例有望进一步增长。

图22： 国内人力成本逐步提升



数据来源：国家统计局、财通证券研究所

重大项目实现突围，公司后续空间值得展望。2024 年以来公司在重大项目领域中标持续实现突围，类型来看，公司传统工程 EPC 及模块化订单皆有中标，行业来看，公司涉及领域进一步拓展至工业气体、核电、船工领域；客户类型来看，公司在国内客户实现重大突围，公司在北方华锦、中广核均实现较大体量金额的项目中标。公司竞争力已在国内外客户市场及非化工领域进一步打开，公司业务范围实现进一步拓展。

表5：公司重大项目中标情况

中标时间	行业	项目	业主	金额
2026/4	工业气体	工业气体综合项目 EPC 总承包	空气化工产品（浙江）有限公司	9500-10500 亿元
2026/3	海工	Sakarya 3 MEG EPC PKG-91 模块制造项目	NOV PROCESS & FLOWTECHNOLOGIES AS	2000 万美元
2026/3	化工	EPC 工程总承包合同	艾仕得涂料	1.7 亿元
2026/3	工业气体	嘉兴 ESS 空分项目	林德气体	1.1-1.3 亿元
2025/1	核电	宁德二期 5BDA、7BUG 模块建造安装工程及临时泊位工程	中广核工程有限公司	2.3 亿元
2024/6	化工	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（B+EPC）项目	北方华锦联合石化有限公司	11 亿元

数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.4 新建厂区拓展业务范围，公司综合竞争力或进一步提升

现有厂区制约公司生产效率。公司现有两大厂区，共三个生产基地，其中两个位于张家港，一个位于湛江。三大基地目前周边已无可供扩建场地，将制约公司生产规模的扩大和承接更大规模大型工业模块订单的能力；另外，虽张家港重装园区工厂坐落在张家港重型装备产业园区，但大型模块需从厂区至张家港港新装码头，途经开放道路需协调公安、应急等部门封闭道路保障运输安全，在一定程度上加大运输风险，降低了周转效率。

表6：公司现有生产基地

	面积（平米）	定位
张家港保税区工厂	105000	模块配套的压力容器、管道、钢结构以及小型模块制造
张家港重装园区工厂	150000	大型模块的制造和总装
湛江生产基地	133000	满足化工产业园内国内外大型企业的投资建设需求

数据来源：公司官网、中国证券网、财通证券研究所

新建厂区整合资源，优化生产布局。公司 2024 年 11 月公告拟向不特定对象发行可转债共募集 7.5 亿元，合计投资 55 亿元用于南通利柏特重工有限公司大型工业模块制造项目。一方面，公司将在未来三年内新增 48.78 万平方米（包含港池）生产基地，公司工业模块设计和制造业的制造和总装能力有望进一步提升；另一方面，公司将逐步进入油气能源等多个行业，业务范围进一步扩张。公司新建工厂位于南通市通州湾示范区，有利于公司提升同步开展多个模块的制造能力，从而缩短大型装置项目的制造周期，提高生产效率。新厂房预计于 2026 年 9 月达到可使用状态，预计新厂房建成后公司工业模块设计和制造业的制造和总装能力有望实现提升，公司竞争优势以及盈利能力有望进一步加强。

4 模块化场景持续扩张，公司增长潜力可期

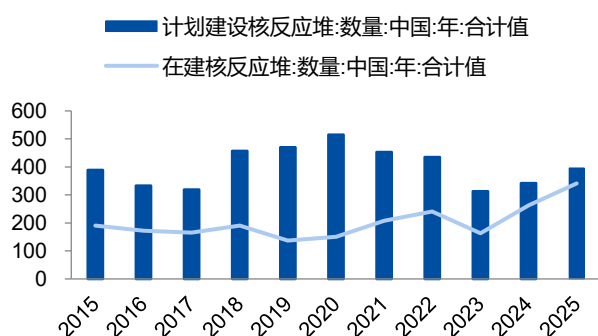
4.1 核建景气度持续上行，模块化应用逐步打开

4.1.1 核电投资景气度上行，运营商资本开支意愿较强

核电行业景气度较高，审核进度稳步推进。截至 2025 年末，我国运行核电机组共 59 台，装机规模共 6252 万千瓦，2015-2025 年间装机规模 CAGR 约 8.99%。

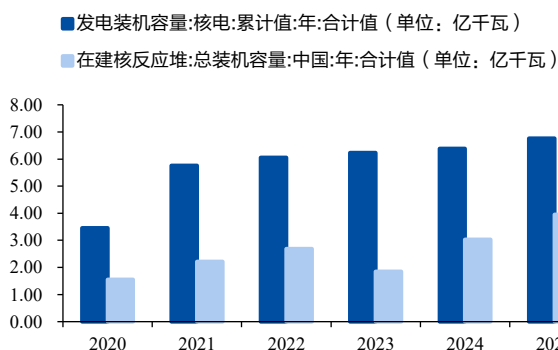
从核电装机节奏来看，自 2019 年核电核准重启以来，核准与装机节奏有所加快。2021-2025 年我国新核准核电机组数量分别为 5、10、10、11、10 台。2025 年 4 月 28 日，国家能源局新闻发布会决定核准浙江三门三期工程、福建霞浦压水堆 1、2 号机组、山东海阳三期工程、广东台山二期工程、广西防城港三期工程等 5 个核电项目。到目前为止，我国大陆地区核准、在运和在建的核电机组一共有 112 台，总装机容量 1.25 亿千瓦，在所有国家里排名第一。我国的核电行业目前正迎来快速发展期，技术水平和装机容量稳步提升，政策环境也趋于优化。预计随核电站审批转化落地，相关建设需求有望持续增加。

图23： 计划建设核反应堆与在建核反应堆情况



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图24： 核电在建装机数量持续增加



数据来源：iFinD、财通证券研究所

核电投资实现同比高增，发电量占比有望持续提升。2025 年我国核电投资完成额达 1610 亿元，同比增 10.0%，2020-2025 年增速分别为 13.1%/42.0%/25.8%/40.2%/54.8%/9.6%，2021 年以来投资额保持较高增速或主要得益于核电站审批节奏加快。发电量来看，自 2018 年以来我国核电设备的利用小时数基本保持在 7500 小时以上，整体运行较为稳定。2025 年全国核电机组累计发电量为 4670.19 亿千瓦时，占全国总发电量比例为 4.82%。据中国核能行业协会轮值理事长杨长利表示，预计到 2040 年，我国核电装机规模将达 2 亿千瓦，较当前占比还有三倍以上的提升空间。

图25： 计划建设核反应堆与在建核反应堆情况



数据来源：iFinD、财通证券研究所

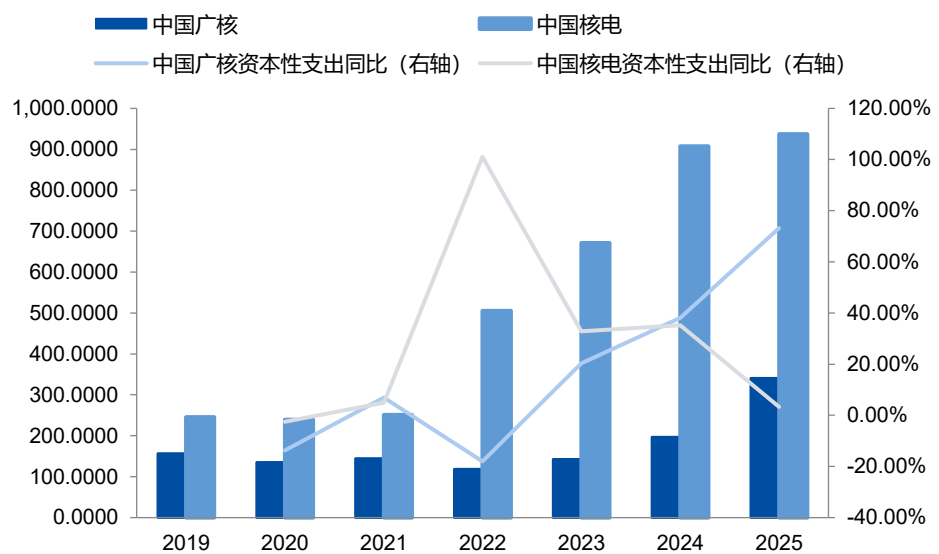
图26： 核电在建装机数量持续增加



数据来源：iFinD、财通证券研究所

中国广核与中国核电是我国主要的核电投资运营商，资本开支持续增强。截至 2025 年，中国广核、中国核电在运核电装机规模分别为 3183.8 万千瓦、2500 万千瓦，合计市场份额约 90.9%。2025 年中国广核、中国核电资本性开支分别为 340.57/936.84 亿元，分别同增 73.17%/3.28%。近年来两家企业投资规模逐步壮大，其中，中国核电年度投资计划总额持续增长，2022-2024 年年度计划投资分别为 506.29/800.17/1215.53 亿元，2025 年公司年度投资计划进一步提升至 1388.43 亿元，同比增长 14.22%；中国广核同样提出每年新增投运容量均保持 1000 万千瓦以上，新能源产业年投资规模保持 600 亿元左右。随着两家核心核电运营商投资规划落地，前端核电建设规模或逐步增加。

图27： 两大核电运营商资本性开支持续增加（单位：亿元）



数据来源：iFinD、财通证券研究所

4.1.2 我国在核电领域模块化已有长足探索

核电厂模块化建造技术可以追溯到 20 世纪 80 年代初期。美国 Bechtel 公司将核潜艇模块化建造的成功经验应用于核电工程建造并进行了大量的基础研究。Bechtel 公司与日本的日立公司一起推进了核电工程模块化技术的应用研究和项目实施试验，将一台核电机组建造工期由 80 年代的 62 个月降低到 48 个月（从浇筑第一罐混凝土到商运）。加拿大的 CANDU6 及改进型 ACR1000、俄罗斯的 VVER 堆型中也应用了模块化建造技术。美国西屋公司将模块化的设计理念系统应用在 AP1000 研发中，真正从设计源头就明确了模块化设计、工厂化预制、现场组装的建造总体思路，实现了规模化、批量化的模块化建造技术在依托项目的实施应用。

我国在核电模块化领域已有长足探索。中国核能行业协会《核电厂模块化建造技术研究》指出，目前我国新增核电机组全部分布在沿海地区，且大部分采用第三代核电技术。在核工程领域，以全球首批四台 AP1000 机组为依托开展了大量的模块化应用，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

陆续开展了大量的模块化研究和应用，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。

“国和一号”系列核电堆型借鉴 AP1000 依托项目的经验,对厂房进行模块化分割,形成如 CA 模块、CB 模块、钢框架、SC 结构模块等各类结构模块;同时,结合房间内系统设备布置情况,集合形成各类机械模块;钢制安全壳(CV)划分为 5 个 700 吨级的模块化段。采用模块化建设、批量化建造后,“国和一号”的核电项目建造周期可至 56 个月。

图28: “国和一号+” 建成效果图



数据来源: 陕西省核与辐射安全网、财通证券研究所

第三代核电技术已相对成熟的背景下,模块化小型堆、四代堆核电技术成为研究热点。与大型反应堆相比,小型模块化反应堆初始资本投资较低,可扩展性强,选址更为灵活,具备更高安全性提升潜力。碳达峰碳中和背景下,小型模块化反应堆的特点使其在燃煤老旧机组替代、清洁供暖、海水淡化、供汽制氢及与新能源耦合等多个应用场景具备开发潜力。2021 年 7 月 13 日,全球首个陆上商用模块化小堆“玲龙一号”(ACP100)在海南昌江核电基地正式开工。“玲龙一号”是全球首个通过国际原子能机构通用安全审查的小型模块化压水反应堆,最突出的技术特点就是一体化设计、模块化建造。

图29: “玲龙一号” 建成现场



数据来源: 澎湃新闻、财通证券研究所

核聚变技术推进，模块化需求进一步拓维。在 AI 应用快速迭代，算力需求激增的背景下，全球电力需求快速增长。而传统能源无法满足 AI 数据中心高功率密度、7x24 小时不间断的供电需求，可控核聚变由此成为解决这一问题的突破口。目前全球核聚变已站在产业化前夜，我国政策来看，核聚变被纳入“十五五”规划前瞻布局，《原子能法》首次写入聚变研究，提供坚实制度保障。2026 年 2 月诺瓦聚变小型模块化核聚变反应堆项目正式落地上海临港。预计随核聚变技术产业化布局推进，有望带来相应的模块化需求逐步落地。

图30： 安徽合肥全超导托卡马克核聚变实验装置（EAST）



数据来源：经济参考报，财通证券研究所

4.1.3 公司先发优势显著，后续空间有望逐步打开

公司在核电模块化领域已有涉猎，有望充分受益核电模块化率提升：

- 1) 公司董事长沈斌强在 2008 年 3 月至 2015 年 11 月期间担任中核二三苏州分公司负责人，董事长在核电行业的资源及技术管理经验有望赋能公司拓展核电业务；
- 2) 公司产品核电气体分离装置主要用于核电制氢，为国际热核聚变实验堆辅助装备之一，焊接精度和管道清洁度要求高，公司在核电领域相关模块制造经验有望为助力公司拓展至核电其他领域；
- 3) 2025 年 2 月 14 日，公司公告中标中广核工程宁德二期 5BDA、7BUG 模块建造安装工程及临时泊位工程项目，项目规模 2.26 亿元，该项目系首次将模块化技术应用到“华龙一号”核电站柴油机厂房建安一体化综合建造安装工程。中广核宁德核电二期柴油发电机厂房 5BDAU 集成大模块于 2025 年 12 月 26 日正式开工。这是我国核电模块化建造从单一结构模块迈向深度集成模块的标志性事件，不仅验证了公司在大型、高集成度核电模块领域的领先制造能力，也巩固了其作为中广核核心供应商的地位，为后续获取更多核电订单创造了有利条件。

图31： 公司核电气体分离装置



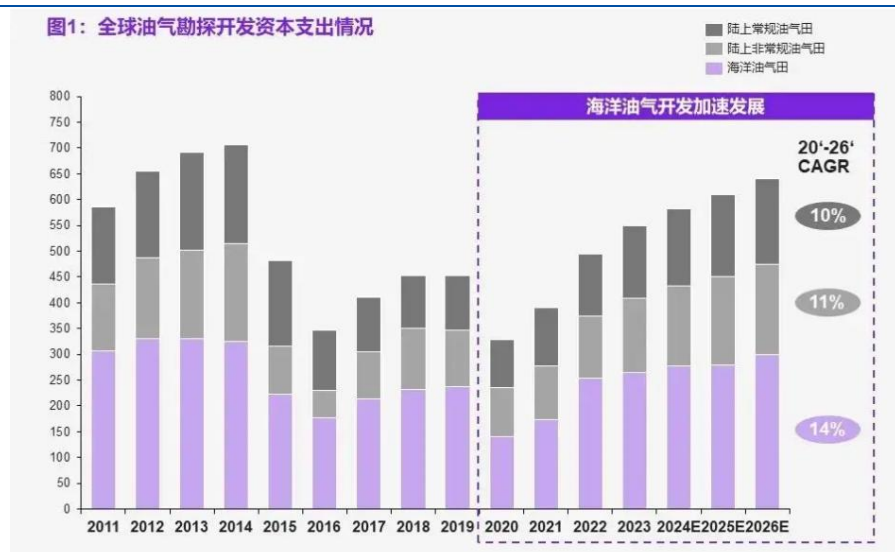
数据来源：公司公告、财通证券研究所

4.2 FPSO 订单需求旺盛，公司业务拓展空间广阔

4.2.1 海上油气发展持续向好，FPSO 建设需求持续增长

油气资源向海上倾斜，深海资源资本开支仍有较大空间。油气田主要可分为陆上常规油气田、陆上非常规油气田、海洋油气田三大类型。目前，全球陆上常规油气田（除中东地区外）的使用周期已进入衰退期，产量难以保持，开采成本上升；非常规油气以页岩油气为代表，开采难度较大；而海洋油气资源的储量分布、资本投入及经济性的优势逐渐明显，已然成为全球油气的重要投资方向。据科尔尼数据，直到 2030 年，全球年度近海及深远海油气勘探与生产投资都将小幅增加并维系在千亿美元的水平上，以避免因上游投资不足导致的油价上涨及价格波动加剧的可能性。其中近海陆架油气投资将保持 4% 的年度增长，深水油气投资将保持 6% 的年度增长。

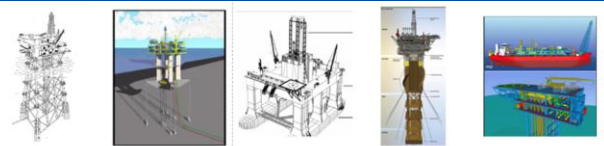
图32： 海洋油气资本开支维持较快增速



数据来源：科尔尼咨询、财通证券研究所

深远海开发趋势下，浮式生产平台 FPSO 需求强劲。随着海洋油气勘探开发向深远海发展，难以建造固定式平台并通过海底管道输送至陆地终端进行处理，浮式生产平台的重要性逐步提升。FPSO 具有抗风浪能力强、适应水深范围广、储/卸油能力大以及可转移、重复使用的优点，广泛适合于远离海岸的深海、浅海海域及边际油田的开发，已成为深海油气田开发的主要生产方式，当前 FPSO 占全球浮式生产平台比例已达到三分之二。

图33： 海洋油气资本开支维持较快增速



	导管架式	张力腿式 (TLP)	半潜式 (SEMI)	立柱式 (SPAR)	FPSO (浮式生产储卸油装置)
平台属性	固定平台	浮动平台	浮动平台	浮动平台	大型浮式驳船
适用工作水深	0-300m	150-1200m	100-1500m	600-2000m	30-3000m
造价区间	<2 亿美金	5-7 亿美金	2-5 亿美金	1.5-5 亿美金	2-11 亿美金
作业灵活性	灵活性极差	灵活性较低	灵活性较低	灵活性较高	灵活性极高
安全性能	直接固定在海底，安全性高	拉索易疲劳，安全性一般	易晃动，稳定性偏弱	安全性较高	安全性较高
其他核心特点	浅水场景优势突出；成本随水深急剧增加，不适用于深水开发	初始投资高；成本随水深变化相对不敏感	成本随水深变化相对不敏感	安装难度大，需大型浮吊完成上部模块安装	运营维护成本相对较高；需配套水下采油系统使用

适应水深范围广

可转移、可重复使用

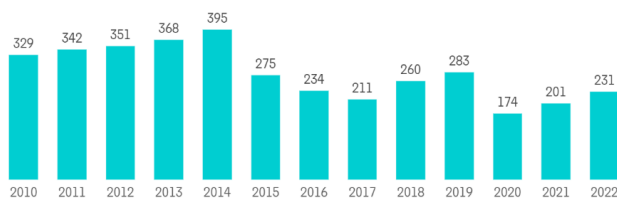
抗风浪能力强

数据来源：科尼尔咨询、财通证券研究所

FPSO 后续增长需求主要在南美及非洲地区。据 MordorIntelligence 数据，截至 2022 年全球海上钻机共 231 台。从全球布局来看，南美洲是 FPSO 市场的重要区域，巴西因其拥有丰富的深水和超深水油气资源，这使得其成为 FPSO 部署的主要地区之一。据 SinorigOffshore 数据，预计 2024 年至 2028 年将新增 48 艘 FPSO 订单，其中南美和非洲的需求最为突出。南美计划交付 17 艘，西非紧随其后为 16 艘，亚洲则预计有 8 艘订单。

图34： 计划建设核反应堆与在建核反应堆情况

FPSO Market: Number of Offshore Oil Rigs, in Units, Global, 2010 - 2022



Source: Baker Hughes Rig Count

数据来源：MordorIntelligence、财通证券研究所

图35： 核电在建装机数量持续增加

FPSO Market: Growth Rate by Region, 2024-2029



Source: Mordor Intelligence

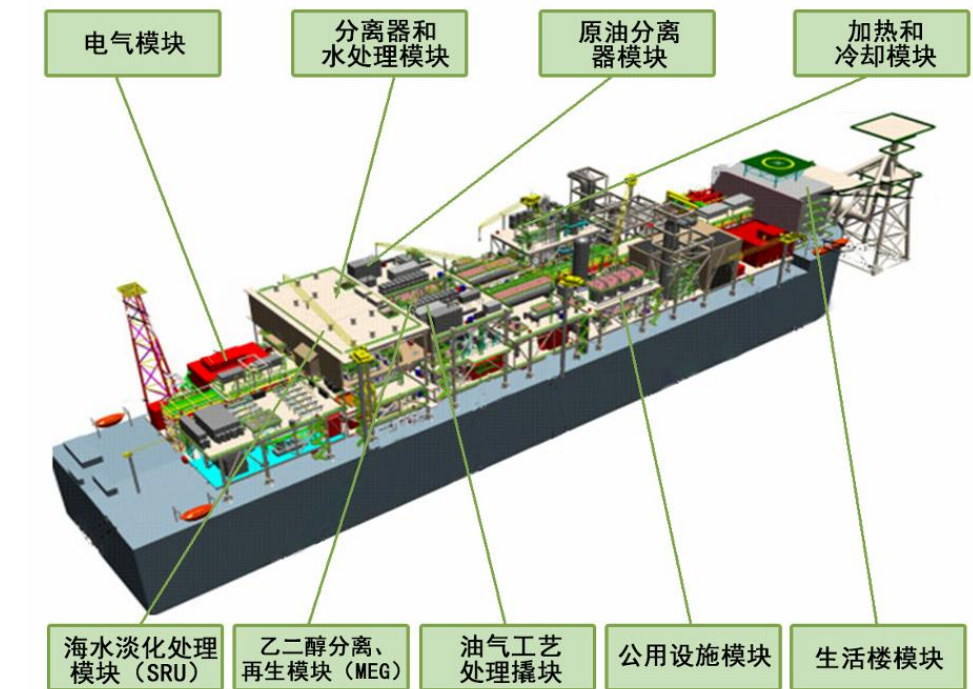
数据来源：MordorIntelligence、财通证券研究所

4.2.2 FPSO 上部船体模块化可行性强，后续市场空间广阔

FPSO 按照功能可大致分为船体和上部设施两部分。船体是 FPSO 的基础结构，承载上部模块，并提供必要的浮力和稳定性；上部模块是 FPSO 生产核心部分，

包括油气处理系统、生活楼、公用设施、动力和仪表控制系统等。根据中集集团数据，上部模块是整个 FPSO 装备的核心技术所在，涉及油、水、气等等复杂的处理工艺，虽然重量只占到全船的 1/3，但价值占全船 60% 左右。由于船体部分与上部模块专业性都比较强，其设计一般由不同行业的设计公司承担，船体部分通常由船舶设计院承担，上部模块通常由石油天然气行业设计院完成，船体部分与上部模块通常分为不同模块独立制造，后通过电缆与管线连接成为一个整体。

图36： 海洋油气资本开支维持较快增速



数据来源：博迈科公司公告、财通证券研究所

FPSO 模块化具备较强可行性。早期建造 FPSO 基本上都是在船体结构建成后，在甲板上安装各种生产设备、主电站和热站等，建造一艘 FPSO 通常需要 20 个月或更长时间。目前，FPSO 建造已开始采用了模块化生产工艺，船体结构和上部设施可以同时施工建造，使得 FPSO 建造周期可缩短至 10-14 个月。采用模块化建造工艺可以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和设计方案，有助于降低 FPSO 在设计阶段和建造阶段的成本，提高建造效率和投产效率。

4.2.3 FPSO 模块化已有突破，公司后续空间有望打开

FPSO 订单稳步落地，新厂区建成后承载能力有望进一步增强。公司 2022 年 4 月 20 日与荷兰企业 JordOil&Gas Systems B.V. 签订了《为 YINSON FPSO 提供模块 M01、M02、M20、M40 和 M41 的施工分包合同》，合同金额 3150 万美元。作为该项目的模块制造商，公司承接了 5 个上部模块相关专业的设计及生产制造工作。该项目在张家港扬子江重装园区模块工厂进行制造，制造周期共计 14 个月。2026 年，公司与 NOV PROCESS & FLOW TECHNOLOGIES AS 签订模块制造合同，金额约 2000 万美元；4 月 9 日于张家港基地举行萨卡里亚

气田开发项目三期 MEG 模块首块钢材切割仪式，标志着“全球最大 MEG 模块”正式开工，进一步彰显公司在大型工艺模块方面的制造与组织能力。公司新建南通厂区拥有稀缺性的自有码头资源，随新建厂区落地，公司后续 FPSO 订单承载能力有望进一步增强。

图37： 利柏特萨卡里亚气田开发三期模块建造项目首钢切割暨开工



数据来源：张家港发布公众号，财通证券研究所

5 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2026–2028 年实现营收增速分别为–3.6%、14.3%、16.4%，整体毛利率稳步抬升，分别为 21.28%、23.02%、24.95%，毛利率提升主要系高毛利业务结构优化；其中，在传统化工固定资产投资增速逐步下行的背景下，我们预计公司工程服务业务规模或进一步收缩，但公司加强项目管控下毛利率有望稳步改善，因此我们预计 2026–2028 年公司工程服务业务营收分别同比–10%、+5.0%、+5.0%；另外，公司加大模块化业务开拓，核电市场及 FPSO 市场均取得了有效的订单突破，预计公司模块化业务“十五五”期间有望进入放量阶段，2026–2028 年营收分别同增 20%、40%、40%。

表7： 公司分业务盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
工程服务					
收入(亿元)	27.60	20.58	18.52	19.45	20.42
yoy	0.7%	–25.4%	–10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	13.18%	17.02%	17.20%	17.50%	17.60%
模块化					
收入(亿元)	7.24	5.57	6.68	9.36	13.10
yoy	46.4%	–23.0%	20.0%	40.0%	40.0%
毛利率	26.58%	30.88%	32.00%	34.00%	36.00%
其他业务					
收入(亿元)	0.08	0.06	0.07	0.09	0.11
yoy	11.3%	–27.8%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	65.76%	74.64%	75.00%	75.00%	75.00%
总收入(亿元)	34.93	26.21	25.28	28.90	33.63
yoy	7.7%	–24.9%	–3.6%	14.3%	16.4%
毛利率	16.09%	20.10%	21.28%	23.02%	24.95%

数据来源：Wind，财通证券研究所

公司当前仍处于业务拓展阶段，预计 2026 年销售费用率或将维持在较高水平，受益于公司管理效能提升，公司的销售、管理费用率稳步优化；预计公司将维持一定强度的研发投入以巩固核心技术壁垒，2026-2028 年公司研发费用率维持在 3.5%以上的水平；预计公司所得税率继续维持在 13.43%的水平。

表8：公司费用率及所得税率情况

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.60%	0.84%	0.83%	0.75%	0.70%
管理费用率	4.28%	5.22%	4.80%	4.40%	4.00%
研发费用率	2.22%	3.75%	3.75%	3.65%	3.60%
所得税率	18.84%	13.43%	13.43%	13.43%	13.43%

数据来源：Wind，财通证券研究所

根据上述假设，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 2.5、3.5、4.9 亿元，yoy+13%、+41%、+40%，预计公司期间实现较快增长主要因公司新兴业务板块取得有效突破，核电及 FPSO 订单进入集中转化周期，预计 2026-2028 年 EPS 分别为 0.55、0.77、1.08 元，对应 PE34.70、24.66、17.67 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价	EPS					PE				
				2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
603727	博迈科	48.29	17.14	0.36	0.22	0.55	1.17	1.53	47.61	77.91	31.16	14.65	11.20
002140	东华科技	80.15	11.32	0.58	0.75	0.85	0.96	1.08	19.47	15.04	13.32	11.79	10.48
002469	三维化学	45.23	6.97	0.40	0.29	0.37	0.50	0.64	17.43	24.03	18.84	13.94	10.89
行业平均									28.17	38.99	21.11	13.46	10.86
605167	利柏特	85.78	19.10	0.55	0.49	0.55	0.77	1.08	34.73	38.98	34.70	24.66	17.67

数据来源：Wind，财通证券研究所

注：股价市值相关数据截至 2026 年 5 月 12 日，东华科技、三维化学盈利预测采用财通证券研究所数据，博迈科采用 Wind 一致预期数据

表10：可比公司财务数据对比

	销售毛利率 (%)			销售期间费用率 (%)			归母净利率 (%)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
603727.SH 博迈科	8.5	16.2	19.5	12.7	7.7	6.7	-4.2	3.8	3.2
002140.SZ 东华科技	10.3	12.1	11.2	4.0	5.4	5.3	4.6	4.6	5.3
002469.SZ 三维化学	21.2	21.6	16.3	8.9	9.7	9.4	10.6	10.3	7.2
行业平均	13.4	16.6	15.7	8.5	7.6	7.1	3.7	6.2	5.2
605167.SH 利柏特	14.5	16.1	20.1	6.3	7.2	9.7	5.9	6.9	8.3
	经营性现金流/营业利润 (%)			资产负债率 (%)			存货周转天数 (天)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
603727.SH 博迈科	-486.4	10.7	176.8	33.1	40.7	29.0	162.2	127.9	239.2
002140.SZ 东华科技	123.8	117.0	81.9	69.4	69.0	66.5	113.1	94.2	103.6
002469.SZ 三维化学	148.1	93.0	37.1	17.8	20.9	25.0	56.4	60.8	81.0
行业平均	-71.5	73.6	98.6	40.1	43.5	40.2	110.6	94.3	141.3
605167.SH 利柏特	150.6	140.0	10.6	44.4	45.3	56.4	49.8	46.8	85.9

数据来源：Wind，财通证券研究所

6 风险提示

宏观周期波动风险：公司下游市场需求跟化工行业的投资需求息息相关，化工行业受经济周期性波动的影响较大；同时随着公司业务向油气能源、矿业、水处理等领域延伸，公司下游市场需求亦受到这些行业的周期性波动影响。当宏观经济发展良好的时候，将会带动上述下游行业固定资产投资的增加；而当宏观经济发展出现下行时，则会导致下游行业增速放缓。

新业务拓展不及预期：公司船工及核建业务仍处于拓展阶段，后续进入市场或面临较强竞争压力，新业务拓展不及预期或导致公司前期投入回收放缓，需密切跟踪公司新厂房落地情况及相关订单获取节奏。

原材料价格波动风险：公司的主要成本构成包括材料采购成本和施工劳务成本，其中材料主要为管材管件、钢板钢材、建筑材料等；材料和劳务占成本比例较高，如果未来上游钢材市场及劳动力供应价格上升，公司不能采取有效措施及时将成本上升压力进行消化吸收或传导至下游客户，将可能导致公司产品成本出现波动，从而对公司生产经营构成不利影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3492.51	2621.23	2528.05	2889.52	3362.87	成长性					
减:营业成本	2930.71	2094.40	1990.07	2224.39	2523.88	营业收入增长率	7.7%	-24.9%	-3.6%	14.3%	16.4%
营业税费	16.54	17.27	12.64	14.45	16.81	营业利润增长率	27.1%	-14.7%	13.1%	40.7%	39.4%
销售费用	21.10	21.94	20.98	21.67	23.54	净利润增长率	26.5%	-9.1%	13.1%	40.7%	39.4%
管理费用	149.35	136.90	121.35	127.14	134.51	EBITDA 增长率	31.3%	-15.0%	20.6%	36.5%	31.9%
研发费用	77.69	98.40	94.80	105.47	121.06	EBIT 增长率	34.2%	-18.2%	14.7%	39.9%	38.4%
财务费用	2.50	-2.86	0.82	-1.25	-5.49	NOPLAT 增长率	33.1%	-12.7%	14.7%	39.9%	38.4%
资产减值损失	-7.79	-14.70	-10.00	-5.00	1.00	投资资本增长率	16.1%	55.8%	6.7%	8.9%	11.4%
加:公允价值变动收益	-1.55	3.35	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	12.6%	10.8%	47.1%	10.4%	13.2%
投资和汇兑收益	-0.23	-0.60	-0.51	-0.58	-0.67	利润率					
营业利润	296.03	252.42	285.50	401.78	560.00	毛利率	16.1%	20.1%	21.3%	23.0%	24.9%
加:营业外净收支	0.29	0.03	0.02	0.02	0.02	营业利润率	8.5%	9.6%	11.3%	13.9%	16.7%
利润总额	296.32	252.45	285.52	401.80	560.02	净利率	6.9%	8.3%	9.8%	12.0%	14.4%
减:所得税	55.83	33.91	38.34	53.96	75.21	EBITDA/营业收入	10.7%	12.1%	15.1%	18.0%	20.4%
净利润	240.49	218.54	247.17	347.84	484.81	EBIT/营业收入	8.7%	9.5%	11.3%	13.9%	16.5%
资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	运营效率					
货币资金	809.91	960.72	1148.06	1483.87	1935.23	固定资产周转天数	98	131	155	158	143
交易性金融资产	63.53	224.42	224.42	224.42	224.42	流动营业资本周转天数	-6	-6	10	9	6
应收账款	411.89	457.62	443.41	511.68	600.84	流动资产周转天数	188	301	357	351	364
应收票据	57.47	42.69	41.15	47.20	55.11	应收账款周转天数	38	60	64	59	60
预付账款	60.67	39.87	39.80	44.49	50.48	存货周转天数	20	21	18	16	17
存货	137.81	104.35	95.03	108.58	133.23	总资产周转天数	324	551	675	630	603
其他流动资产	22.65	91.15	91.15	91.15	91.15	投资资本周转天数	200	366	477	450	426
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	13.1%	10.7%	8.3%	10.5%	13.0%
长期股权投资	1.86	2.51	2.51	2.51	2.51	ROA	7.6%	5.4%	5.2%	6.9%	8.6%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	11.9%	6.7%	7.2%	9.2%	11.4%
固定资产	933.49	975.77	1202.04	1331.93	1340.99	费用率					
在建工程	105.29	941.41	693.99	520.79	456.63	销售费用率	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
无形资产	226.54	230.86	271.85	310.33	346.32	管理费用率	4.3%	5.2%	4.8%	4.4%	4.0%
其他非流动资产	68.24	20.60	24.76	24.76	24.76	财务费用率	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%
资产总额	3360.61	4667.36	4809.85	5301.21	5960.10	三费/营业收入	5.0%	6.0%	5.7%	5.1%	4.5%
短期债务	39.82	90.06	85.06	80.06	75.06	偿债能力					
应付账款	716.89	1020.44	967.39	1099.84	1261.94	资产负债率	45.3%	56.4%	37.7%	37.6%	37.2%
应付票据	245.19	159.86	149.26	173.01	203.31	负债权益比	82.9%	129.2%	60.6%	60.3%	59.2%
其他流动负债	8.54	4.37	4.37	4.37	4.37	流动比率	1.47	1.62	1.80	1.91	2.04
长期借款	183.61	370.09	370.09	370.09	370.09	速动比率	1.10	1.14	1.32	1.43	1.56
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	49.98	49.38	8.62	18.23	25.47
负债总额	1523.36	2631.39	1814.73	1993.59	2216.91	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	50.16	22.20	25.10	35.33	49.24
股本	449.07	449.07	449.10	449.10	449.10	分红比率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	1005.73	1178.79	1398.01	1710.52	2146.08	股息收益率	520.4%	135.1%	131.4%	185.0%	257.8%
股东权益	1837.26	2035.97	2995.11	3307.62	3743.19	业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	EPS(元)	0.55	0.49	0.55	0.77	1.08
净利润	240.49	218.54	247.17	347.84	484.81	BVPS(元)	4.09	4.53	6.67	7.37	8.33
加:折旧和摊销	67.02	66.62	95.10	120.04	131.92	PE(X)	17.5	33.5	34.7	24.7	17.7
资产减值准备	14.74	13.92	9.00	4.00	-2.00	PB(X)	2.4	3.6	2.9	2.6	2.3
公允价值变动损失	1.55	-3.35	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	4.41	1.16	33.23	21.97	21.77	P/S	1.2	2.8	3.4	3.0	2.6
投资收益	0.23	0.17	0.51	0.58	0.67	EV/EBITDA	10.1	24.1	20.7	14.5	10.3
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	89.13	-267.03	-21.66	17.27	10.87	PEG	0.7	—	2.6	0.6	0.4
经营活动产生现金流量	414.50	26.82	367.06	511.64	647.99	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-119.39	-791.70	-115.62	-113.53	-120.62	REP					
融资活动产生现金流量	-33.28	865.40	-56.25	-57.30	-71.01						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2026 年 05 月 13 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。