



工业阀门龙头，全球化布局享下游高景气

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 全球工业阀门市场 732 亿美元，纽威股份充分受益。全球阀门市场规模超 732 亿美元，TOP10 市占率仅 13%；纽威股份内部深化工艺研发，外部拓展渠道、客户、下游，铸就核心竞争力，有望加速胜出。2) 全球化布局优势凸显。公司立足全球市场，已在荷兰、美国、意大利、新加坡、迪拜、尼日利亚、越南、沙特设立 8 家子公司，2023 年国内外营收分别同比+27.4%、+48.2%，持续打破海外垄断，业绩高增长可期。3) 高景气赛道助力成长。公司油气领域起家，全产业链覆盖，海工造船、核电、水处理等高景气领域拓展顺利，新业务放量有望拉升公司业绩增长。
- 全球 732 亿美元市场空间，市场大而散，纽威股份乘势而上。**根据 GIA，2021 年全球/中国工业阀门分别为 732、135 亿美元，预计 2026 年将分别达 923、182 亿美元，CAGR 分别为 4.8%、6.2%；全球阀门市场竞争高度分散，2023 年全球阀门龙头 CR9 合计市占率仅 13%，龙头市占率低。纽威股份作为国内工业阀门龙头，海外市场起家，依靠其完善的全球化渠道布局、产品技术资质和品牌效应，有望深度受益国内进口替代、海外出口景气，加速胜出。
- 国内外双轮驱动，业绩高增长可期。**国内市场持续开拓：2023 年国内市场阀门进口超 560 亿元，“低出高进”特点明显，高端阀门国产替代空间大；公司坚持中高端阀门产品定位，深化工艺产业研发，在核电、海工、超低温、低泄露环保等应用领域不断取得突破，打破国外垄断，2023 年国内营收 24.5 亿元，同比+48.2%，公司有望持续引领并受益于高端阀门的国产化进程。海外市场布局完善：公司已在荷兰、美国、意大利、新加坡、迪拜、尼日利亚、越南、沙特设立 8 家海外子公司，2023 年海外营收 30.3 亿元，同比+27.4%，业务占比超 55%；但公司全球市占率仅约 1%，对比全球工业阀门龙头艾默生阀门业务营收 40 亿美元，仍有超大提升空间。
- 下游多行业拓展顺利，高景气赛道助力成长。**根据 Mcilvaine，2021 年全球阀门行业主要下游油气、水处理、能源、炼化、化工分别占比 17%、14%、13%、13%、11%；近年来受益于油气、核电等行业高景气，阀门行业需求增长，我们测算未来两年海工造船 (FPSO、FLNG、LNG 运输船) 手持订单+新签订单阀门需求合计约 52.6-89.2 亿美元，国内核电市场年均阀门需求约 140-160 亿元。公司持续拓展下游覆盖，与传统石油天然气能源项目的 SHELL、TOTAL、中石油、中石化等全球能源行业巨头继续开展深度合作的同时，也在天然气、精细化工、船舶海工、电厂、长输管线及新能源等行业不断渗透，2024 年上半年，公司成功承接多个国际 FPSO 项目、获得国内一级闸阀、截止阀、止回阀等高端核电产品的整包采购，新业务放量、占比提升有望持续拉升公司业绩增长。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2024-2026 年归母净利润为 9.1、10.6、12.1 亿元，对应 EPS 为 1.20、1.39、1.59 元，当前股价对应 PE 为 18、16、14 倍，未来三年归母净利润复合增长率 19%。给予公司 2025 年 20 倍 PE，对应目标价 27.80 元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 下游行业景气下行、海外市场发展不确定性、原材料成本上行、新建产能项目进度或不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5544.46	6659.85	7759.79	8769.66
增长率	36.59%	20.12%	16.52%	13.01%
归属母公司净利润 (百万元)	721.80	913.58	1057.99	1208.66
增长率	54.85%	26.57%	15.81%	14.24%
每股收益 EPS (元)	0.95	1.20	1.39	1.59
净资产收益率 ROE	19.20%	20.36%	19.72%	18.98%
PE	23	18	16	14
PB	4.39	3.67	3.07	2.59

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn

分析师: 张艺蝶
执业证号: S1250524070008
电话: 021-58351893
邮箱: zydyf@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)	7.61
流通 A 股(亿股)	7.49
52 周内股价区间(元)	11.65-22.39
总市值(亿元)	164.42
总资产(亿元)	82.73
每股净资产(元)	5.09

相关研究

- 纽威股份 (603699): 行业+客户持续拓宽, 盈利能力显著提升 (2024-09-04)
- 纽威股份 (603699): 工业阀门龙头, 受益于下游行业高景气 (2024-04-17)

目 录

1 纽威股份：工业阀门领军企业，下游多领域拓展	1
1.1 深耕工业阀门领域，成为全套阀门解决方案供应商.....	1
1.2 业绩稳步增长，盈利能力保持稳定.....	4
1.3 实际控制人持股比例高，股权结构集中稳定.....	5
2 工业阀门 700 亿美元市场，多下游共振上升	6
2.1 全球阀门市场超 700 亿美元，下游应用广泛.....	6
2.2 竞争格局高度分散，龙头企业市占率低.....	8
2.3 传统行业国产替代空间大，高端市场高景气引领增长.....	11
3 行业+客户持续拓宽，高景气赛道助力成长	26
3.1 技术+品牌+渠道，构筑业绩护城河.....	26
3.2 产业链垂直整合，高景气赛道助力成长.....	28
3.3 国内外双轮驱动，全球化布局优势凸显.....	32
4 盈利预测与估值	33
4.1 盈利预测.....	33
4.2 相对估值.....	34
5 风险提示	35

图 目 录

图 1: 纽威股份已是国内头部阀门制造商, 全产业链布局成熟完备.....	1
图 2: 2023 年, 公司工业阀门业务营收占比为 92.4%.....	3
图 3: 2023 年, 公司各产品线毛利率提升.....	3
图 4: 2024H1, 公司实现营收 28.4 亿, 同比+17.1%.....	4
图 5: 2024H1, 公司归母净利润 4.9 亿, 同比+45.0%.....	4
图 6: 2024H1, 公司毛利率、净利率整体提升.....	5
图 7: 2018 年以来公司期间费用率整体呈现下降趋势.....	5
图 8: 实际控制人王保庆、席超、陆斌、程章文合计持有公司 53.96%股权.....	5
图 9: 阀门产业下游广泛分布于化工、炼油、电力、水处理等众多领域.....	7
图 10: 预计到 2026 年, 全球工业阀门市场将达 923 亿美元.....	8
图 11: 预计到 2026 年, 中国工业阀门市场将达 182 亿美元.....	8
图 12: 2024 年 1-8 月, 中国阀门进口金额为 53.6 亿美元.....	8
图 13: 2023 年, 中国进口阀门均价是出口阀门的 2.7 倍.....	8
图 14: 全球阀门市场竞争格局分散 (2021 年 top10 市占率).....	9
图 15: 2023 年, 纽威股份、伟隆股份海外出口占比高.....	9
图 16: 2021 年, 全球阀门市场下游行业分布情况.....	11
图 17: 2021 年, 中国阀门市场下游行业分布情况.....	11
图 18: 我国石油石化、基础化工板块资本开支投资同比变化.....	12
图 19: 2022 年以来, 国际原油价格维持在较高水平 (美元/桶).....	13
图 20: 公司海外业绩走势与国际油公司龙头资本开支存在关联.....	14
图 21: 公司国内业绩走势与“三桶油”资本开支存在关联.....	14
图 22: 控制阀一般由执行机构、阀体和阀门附件组成.....	14
图 23: 2021 年, 控制阀在石化化工领域占比 39.3%.....	15
图 24: 2023 年, 中国控制阀下游石化化工行业占比 37.4%.....	15
图 25: 2023 年, 中国控制阀市场规模达 470 亿元.....	16
图 26: 2023 年, 中国控制阀 TOP50 销售为 380.5 亿元.....	16
图 27: 2023 年, 中国控制阀 TOP50 进口率为 58.4%.....	16
图 28: 2023 年, 中国控制阀 TOP50 销售国产率为 41.6%.....	16
图 29: 截至 2024 年上半年, 全球海工市场订单 72 座/艘.....	17
图 30: 全球潜在的 FPSO、FLNG 订单需求景气度高.....	17
图 31: FPSO 油田群开采模式示意图.....	17
图 32: 2023 年, 全球上游勘探开发资本支出 5676 亿美元.....	18
图 33: 2023 年, 全球上游海上勘探开发资本支出 1235 亿美元.....	18
图 34: 全球 FPSO 订单数量与油价关联度高.....	18
图 35: 2022-2023 年, 全球 FPSO 订单完成数明显提升.....	18
图 36: 2023 年全球累计 FPSO 数量为 216 艘.....	19
图 37: 截至 2023 年, 全球 FPSO 手持订单约 28 艘.....	19
图 38: FLNG 模块布局示意图.....	19
图 39: 截至 2023 年, 全球 LNG 运输船手持订单为 339 艘.....	20
图 40: 现有 LNG 运输船手持订单集中 2028 年之前交付.....	20
图 41: 全球 LNG 运输船 2023 年手持订单竞争格局.....	22

图 42: 全球 LNG 运输船 2023 年新签订单竞争格局.....	22
图 43: 2023 年, 中国核电阀门市场规模约 82 亿元.....	25
图 44: 我国核电阀门国产化率目前约 70-80%.....	25
图 45: 2000-2023 年, 中国在运行核电机组数量情况.....	26
图 46: 2005-2024M8, 中国历年核准核电机组数量情况.....	26
图 47: 2024H1, 公司研发费用支出同比增长 18.2%.....	27
图 48: 2023 年, 公司研发人员数量为 352 人.....	27
图 49: 纽威股份净资产收益率 ROE 处于国内同行领先水平.....	28
图 50: 2023 年, 公司蝶阀销量同比增长 46.4%.....	30
图 51: 2023 年, 公司球阀销量同比增长 30.6%.....	30
图 52: 2021 年以来, 公司在建工程投资持续下降.....	31
图 53: 2024H1, 公司固定资产当期折旧为 0.66 亿元.....	31
图 54: 2024 年上半年, 纽威股份固定资产净值为 13.1 亿元.....	31
图 55: 2024 年上半年, 纽威股份机器设备账目价值为 5.6 亿元.....	31
图 56: 2024 年上半年, 纽威股份机器设备当期折旧为 0.3 亿元.....	31
图 57: 2020 年以来, 江苏神通核电行业阀门毛利率约 40%.....	31
图 58: 2023 年, 海外业务实现营收 30.3 亿元.....	33
图 59: 2023 年, 海外业务毛利率实现提升.....	33

表 目 录

表 1: 公司主营中高端阀门, 产品系列分为闸阀、截止阀等十大类.....	2
表 2: 阀门按照作用不同主要可分为截断阀类、调节阀类、止回阀类、安全阀类等.....	6
表 3: 海外主要阀门公司.....	9
表 4: 国内主要阀门企业.....	10
表 5: 2025-2027 年我国乙烯产能规划.....	12
表 6: 纽威股份多项技术和阀门产品打破海外垄断 (不完全统计).....	16
表 7: 全球现有部分 FPSO 和 FLNG 项目基本情况.....	20
表 8: FPSO 和 FLNG 项目阀门需求测算.....	20
表 9: 预计 2024-2028 年全球主要造船厂手持订单 (截至 2023 年) 交付情况对应阀门需求.....	21
表 10: 核电站或核岛所需的各类阀门数量情况.....	22
表 11: 核电阀门制造企业资质一览.....	23
表 12: 纽威股份拥有的主要行业权威认证 (不完全统计).....	27
表 13: 纽威股份拥有国内外众多行业龙头客户 (不完全统计).....	28
表 14: 公司产品下游覆盖领域广阔.....	29
表 15: 阀门铸件生产及其配套子公司或基地情况.....	30
表 16: 纽威股份海外全资子公司概况.....	32
表 17: 公司分业务收入及毛利率预测.....	34
表 18: 可比公司估值 (截至 2024 年 10 月 17 日).....	34
附表: 财务预测与估值.....	36

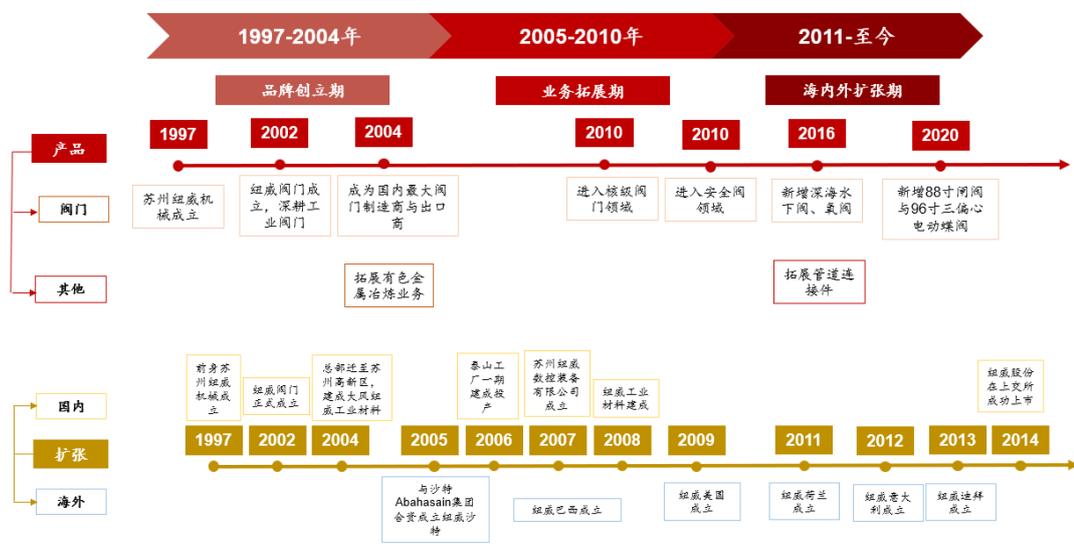
1 纽威股份：工业阀门领军企业，下游多领域拓展

1.1 深耕工业阀门领域，成为全套阀门解决方案供应商

纽威股份致力于阀门产业，目前已是国内头部阀门制造商，全产业链布局成熟完备。公司前身为 1997 年成立的苏州纽威机械，主营阀门的设计、制造和销售，是国内综合实力领先的工业阀门供应商，成立以来始终致力于为客户提供全套工业阀门解决方案，为石油天然气、化工、电力等行业提供覆盖全行业系列的产品。公司营业收入在国内企业中连续多年排名第一，作为工业阀门领域的领军企业，公司的发展可分为三个阶段。

- 1) 1997-2004 年：深耕工业阀门领域，打造自主品牌。** 1997 年，公司前身苏州纽威机械成立。2002 年，纽威阀门成立，致力于工业阀门的生产和研发，同年纽威铸造在苏州白洋湾厂建成。2004 年，公司总部迁至苏州高新区，并在大丰通商建成大风纽威工业材料，主营业务为有色金属冶炼等。同年，公司销售突破 5000 万美元，成为中国最大的阀门制造商与出口商。
- 2) 2005-2010 年：多地部署工厂，业绩持续增长。** 2005 年，公司与沙特 Abahasain 集团合资成立纽威沙特，该子公司集制造、销售等功能为一体的阀门集成供应基地，标志公司全球战略的开始。2006 年，公司年销售额突破 1 亿美元，同年泰山工厂一期建成投产。2007-2009 年，公司相继在巴西、苏州、美国设立子公司。2010 年，公司获得国家核安全局设计、制造许可证，标志着公司进入核阀门领域。
- 3) 2011-至今：业务范围持续拓展，国内外同步扩张。** 2011 年，公司收购吴江东吴机械有限公司，产品范围延伸至安全阀。2016 年，公司收购主营业务为管道连接件的青岛泰信管路系统有限公司，同年产品领域新增深海水下阀与氧阀。2016 年，公司获得国内首个出口欧洲的核级阀门订单，并成立海外事业部。2017-2019 年，公司相继在国内溧阳、苏州建立子公司，海外在西非、越南建立子公司。2020-2022 年，公司产品领域新增 88 寸闸阀与 96 寸三偏心电动蝶阀，纽威流体控制有限公司正式投产运行；2023 年，公司苏州通安新厂投产，竞争力持续提升。

图 1：纽威股份已是国内头部阀门制造商，全产业链布局成熟完备



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司坚持技术创新，产品业务品类丰富。公司主营中高端阀门，覆盖闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀、调节阀、氧气阀、水下阀、超低温阀门和电站阀等十大系列，规格型号达到 5000 多种。在保持传统优势行业强大竞争力的同时，公司近年来也在不断拓展深海阀门、核电阀门等新型高端阀门领域，新兴领域收入占比快速提升，减少了公司对单一领域的依赖。

表 1：公司主营中高端阀门，产品系列分为闸阀、截止阀等十大类

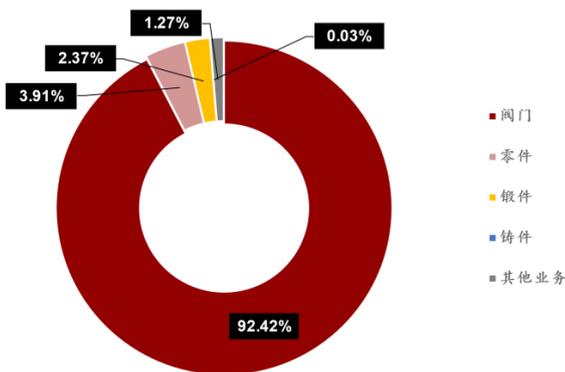
产品	主要功能	代表样品图示					
闸阀	启闭件闸板，闸板的运动方向与流体方向相垂直，闸阀只能作全开和全关，不能作调节和节流。通过闸座和闸板接触进行密封，通常密封面会堆焊金属材料以增加耐磨性	平行闸板闸阀		平板闸阀		撑开式平板闸阀	
截止阀	强制密封式阀门，在阀门关闭时，必须向阀瓣施加压力，以强制密封面不泄漏	轴流式止回阀		双瓣式止回阀			
止回阀	指启闭件为圆形阀瓣并靠自身重量及介质压力产生动作来阻断介质倒流的一种阀门。属自动阀类，阀瓣运动方式分为升降式和旋启式	超低温截止阀					
球阀	启闭件（球体）由阀杆带动，并绕球阀轴线作旋转运动的阀门；亦可用于流体调节与控制，特别适用于含纤维、微小固体颗粒等的介质	浮动球阀		固定球阀		双球阀	
蝶阀	结构简单的调节阀，可用于低压管道介质的开关控制的蝶阀是指关闭件（阀瓣或蝶板）为圆盘，围绕阀轴旋转来达到开启与关闭的一种阀	中线蝶阀		双偏心蝶阀		三偏心蝶阀	
调节阀	由两个主要的组合件构成：阀体组合件和执行机构组合件。通过接受调节控制单元输出的控制信号，借助动力操作去改变流体流量	单座调节阀		V 型调节阀		套筒调节阀	
氧气阀	使用时通过减压阀使气体压力降至实验所需范围，再经过其它控制阀门细调，使气体输入使用系统						
水下阀	一般应用于海洋油气水下生产系统中流体输送。水下阀门长期工作于深水及超深水工况，使用寿命一般超过 20 年	水下闸阀		水下球阀			

产品	主要功能	代表样品图示					
超低温阀门	适用于-196℃的低温工况	超低温 闸阀		超低温 截止阀		超低温 止回阀	
核电站	公司核级闸阀产品可提供核安全 2、3 级，核规范 2、3 级，抗震类别 I 类；常规电站闸阀包含球阀、蝶阀等	核电 闸阀		常规 电站 闸阀			

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

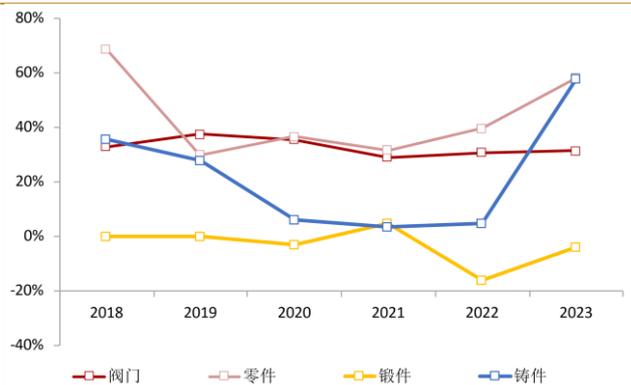
- 1) 公司核心业务工业阀门稳定发展，保持高毛利水平。纽威股份是国内工业阀门领军企业，十大系列产品覆盖工业各流程，同时是全套阀门解决方案供应商。2018-2023 年公司阀门营收由 26.2 亿元上升至 51.2 亿元，毛利率基本在 30%-35% 之间波动。2023 年该业务营收同比增长 35.9%，营收占比为 92.4%，营收的持续增长主要系公司不断完善营销体系建设，拓展阀门下游，除传统的石油天然气能源项目，在 LNG、精细化工、核电等市场领域快速扩大，亦在海洋风电、氢能、地热、生物能、太阳能和碳捕捉等清洁能源开发项目中积极拓展，阀门销量保持持续增长。
- 2) 零件、锻件、铸件等业务占比低，毛利率波动较大。公司的零件、铸件、锻件业务板块占比较低，2023 年零件板块实现营收 2.2 亿，同比增长 23.1%，毛利率提升 18.5pp 至 58.3%，占比为 3.9%；锻件板块实现营收 1.3 亿，同比增长 68.0%，毛利率提升 12.1pp 至 -3.7%，占比为 2.4%；铸件板块实现营收 0.02 亿，同比增长 19.7%，毛利率同比提升 53.2pp 至 57.8%，占比为 0.03%。

图 2：2023 年，公司工业阀门业务营收占比为 92.4%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2023 年，公司各产品线毛利率提升

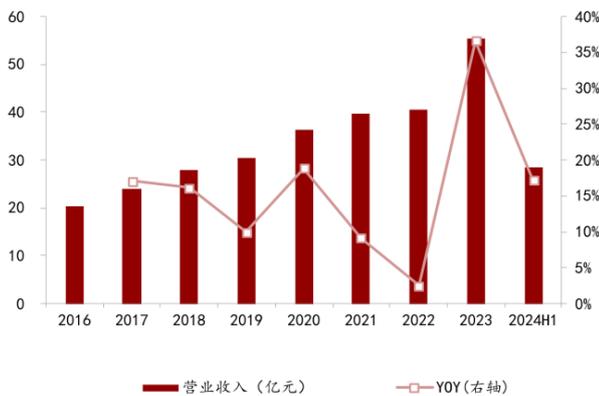


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 业绩稳步增长，盈利能力保持稳定

下游景气助力业绩增长，公司营收和归母净利润双增。2016-2023年公司营收与净利润呈现持续增长趋势，营收由20.5亿元增长至55.4亿元，CAGR为15.3%；归母净利润由2.2亿元增长至7.2亿元，CAGR为18.5%；营收增长主要系公司产品的下游领域规模不断扩张，同时公司应对市场快速更新迭代的需求、主动进行业务扩张，深耕工业阀门市场，积极拓展新兴领域，销量保持增长。2024年上半年，公司实现营收28.4亿元，同比增长17.1%，主要系公司积极拓展下游，细分闸阀、截止阀、球阀、蝶阀、油气开采设备、安全阀等产品销量实现增长；实现归母净利润4.9亿元，同比增长45.0%。2024年单二季度，公司实现营收14.8亿元，同比增长11.1%，环比增长8.7%，实现归母净利润2.9亿元，同比增长22.2%，环比增长48.0%。

图 4：2024H1，公司实现营收 28.4 亿，同比+17.1%



数据来源：Wind, 西南证券整理

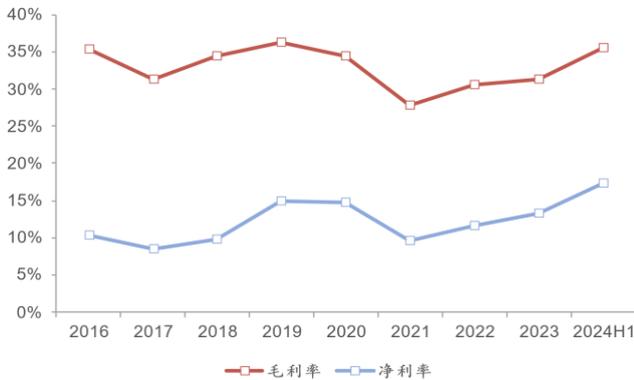
图 5：2024H1，公司归母净利润 4.9 亿，同比+45.0%



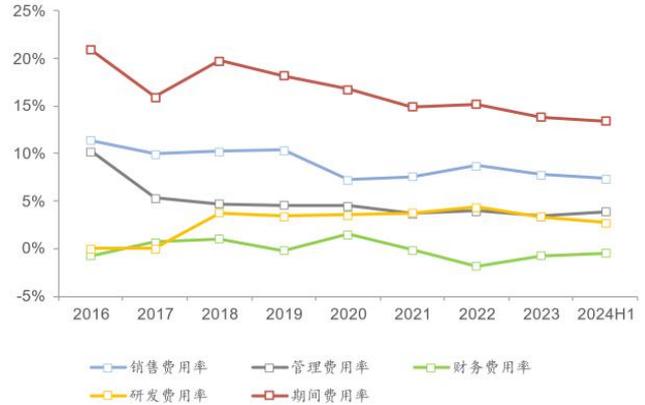
数据来源：Wind, 西南证券整理

产品结构优化，近年来公司毛利率、净利率整体有提升。2017-2022年公司毛利率由31.3%略降至30.5%，净利率由8.5%增长至11.7%；2023年公司综合毛利率为31.4%，同比增加0.81个百分点，净利率为13.24%，同比增加1.56个百分点；盈利能力提升主要系公司持续对现有产品进行升级，聚焦中高端，产品结构改变，各产品线毛利率增长。2024年上半年，公司综合毛利率为35.5%，同比增加5.8个百分点，毛利率提升主要系公司细分下游结构优化+优化生产流程等降本增效措施推进；净利率为17.4%，同比增加3.3个百分点。

期间费用控制良好，费用率稳定下降。公司坚持降本增效与费用管理，期间费用率降低。2017-2023年，公司的期间费用率整体呈现下降趋势；2024年上半年，公司期间费用率为13.5%，同比增加2.3pp；其中，销售、管理、研发和财务费用率分别为7.3%、3.9%、2.7%、-0.5%，研发费用率基本持平，销售、管理和财务费用率分别同比-0.3、+0.4、+2.1个百分点，财务费用率提升较多主要系汇率波动影响。单2024单二季度来看，公司毛利率为37.5%，同比增加6.9个百分点，环比增加4.2个百分点；净利率为19.9%，同比增加1.7个百分点，环比增加5.3个百分点；期间费用率为11.6%，同比增加5.3个百分点，环比下降3.9个百分点。

图 6：2024H1，公司毛利率、净利率整体提升


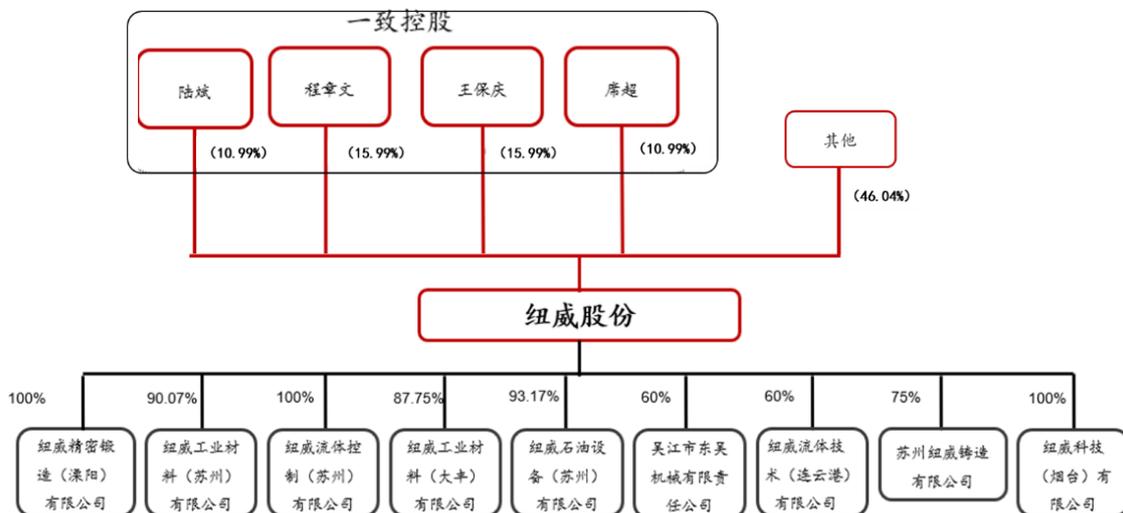
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7：2018 年以来公司期间费用率整体呈现下降趋势


数据来源: Wind, 西南证券整理

1.3 实际控制人持股比例高，股权结构集中稳定

公司股权集中稳定，实际控制人持股比例高。公司实际控制人为 4 位创始人王保庆、席超、陆斌、程章文，合计持有公司 53.96% 股权；4 位实际控制人目前仍分别在公司担任董事长、总经理、副总经理等职位，并在公司上市后多次增持股票，彰显发展信心。另外公司参控十余家子公司，其中，8 家子公司从事锻件、铸件和阀门制造业务，8 家子公司从事销售业务，1 家从事投资业务。

图 8：实际控制人王保庆、席超、陆斌、程章文合计持有公司 53.96% 股权


数据来源: wind, 西南证券整理 (截至 2024 年半年报)

2 工业阀门 700 亿美元市场，多下游共振上升

2.1 全球阀门市场超 700 亿美元，下游应用广泛

阀门是工业中应用最多的零部件之一，市场空间广阔。阀门是一种压力管道元件，用来改变管路断面和介质流动方向、控制输送介质的压力、流量、温度，具有导流、截流、调节、防止倒流、分流或溢流泄压等功能，广泛应用于国民经济的各个领域，是能源、石化、化工、冶金、电力等行业的重要装备，也是机械与管线的关键设备之一。工业阀门产品可分为众多类别，可以按照作业方式、调节形式、阀体材料、驱动方式、温度范围和压力范围等维度进行划分，通常根据作用不同阀门通常可以分为截断阀类、调节阀类、止回阀类、安全阀类等。

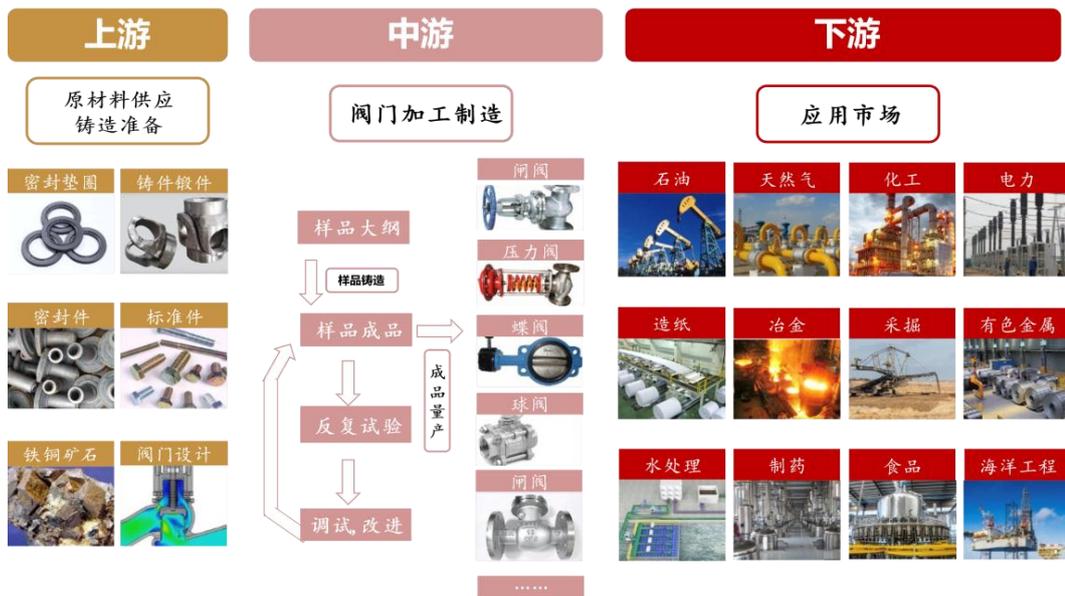
表 2：阀门按照作用不同主要可分为截断阀类、调节阀类、止回阀类、安全阀类等

分类	阀门类型	主要用途	
用途	截断阀	主要用于截断或接通介质流，常设于冷热源进出口、设备进出口、管路分支线上，也可用作放水阀和放气阀；包括闸阀、截止阀、隔膜阀、旋塞阀、球阀、蝶阀等各种类型	
	控制阀	主要用于调节介质的流量、压力等，包括调节阀、节流阀、减压阀等	
	止回阀	止回阀是依靠介质本身流动而自动启、闭阀瓣，用于防止介质倒流的单向阀门，常设于水泵的出口、疏水器出口以及其他不允许流体反向流动的地方	
	分流阀	分流阀常用于分配、分离或混合介质等；主要包括各种结构的分配阀和疏水阀等	
	安全阀	安全阀属于自动阀类，主要用于锅炉、压力容器和管道上，控制设备压力不超过规定值，对人身安全和设备运行起重要保护作用，广泛应用于深海、核电站等场所	
	截断阀	截断阀主要用于截断或接通介质流，主要包括闸阀、截止阀、隔膜阀、旋塞阀、球阀、蝶阀等各种类型	
调节形式	调节型阀门	调节型阀门主要用于调节介质的流量、压力等，主要包括调节阀、节流阀等	
	切断型阀门	切断型阀门用于开启或关闭管路，阻止或允许介质通过，如闸阀、截止阀、球阀；在危机的情况下能紧急切断管道内流体，具有结构简单，反应灵敏，动作可靠等特点	
	调节切断型阀门	调节切断型阀门指具备调节与切断双重功能的阀门	
阀体材料	金属型阀门	使用各种金属材料如铸铁、碳钢、不锈钢等制成的阀门	
	非金属型阀门	采用塑料、陶瓷或其他非金属材料作为主体的阀门	
	金属阀体衬里型阀门	金属阀体内部衬有耐腐蚀或耐磨材料的阀门	
驱动方式	电动型阀门	利用电机驱动的阀门，适用于远程控制和自动化系统等	
	气动型阀门	通过压缩空气来驱动操作的阀门，常见于化工和石化行业等	
	液动型阀门	利用液压油等液体压力来驱动的阀门，常见于工程机械行业等	
	手动型阀门	需要人工操作的手轮、手柄等来开关的阀门	
温度范围	超低温阀门	介质温度小于 -100°C	适用于极端低温条件下，如液氮、液氦的传输
	低温阀门	介质温度：-100°C~-40°C	适用于低温流体，如液化天然气 (LNG) 系统
	常温阀门	介质温度：-40°C~120°C	适用于常规室温至中等温度范围的流体
	中温阀门	介质温度 120°C~450°C	设计用于中等温度范围的介质，如热水系统等
	高温阀门	介质温度大于 450°C	适用于高温介质，如蒸汽管道、热油系统等
压力范围	真空阀门	工作压力低于标准大气压	适用于真空系统的阀门
	低压阀门	公称压力 ≤1.6Mpa	用于低压流体传输，如水供应系统等
	中压阀门	公称压力：2.5~6.4Mpa	适用于中等压力条件，如城市燃气管道等
	高压阀门	公称压力：10.0~80.0Mpa	设计用于高压环境，如电站、石油天然气输送等
	超高压阀门	公称压力 ≥100Mpa	能承受极高压力的阀门，用于特殊高压系统等

数据来源：普华有策公众号，西南证券整理

阀门产业链上游大多为传统行业，下游广泛分布于化工、炼油、电力、水处理等众多领域。阀门产业链上游主要包含铜、铁等矿石的冶炼以及铸件、锻件产业，下游包含石油、石化、化工、冶金、电力、水利、城建、消防，机械、煤炭、食品等众多行业，是以上相关行业的装备、机械与管线中的关键设备之一，主要分为：**1) 石油行业**：该行业阀门需求分为4类：①炼油装置，主要闸阀、截止阀、止回阀、安全阀、球阀、蝶阀、疏水阀等管道阀门产品；②化纤装置，涤纶、晴纶、维纶三大类化纤产品生产中需用主要是球阀、夹套阀等阀门产品；③丙烯晴装置，主要为闸阀、截止阀、止回阀、球阀、疏水阀、针形截止阀、旋塞阀等阀门产品；④合成氨装置，合成氨原和净化方法不同、工艺流程不同所需阀门的技术机能也不同，主要为闸阀、截止阀、止回阀等阀门产品。**2) 冶金行业**：该行业主要需用调节疏水阀、金属密封球阀、蝶阀及氧化球阀、截止阀和四通换向阀等产品。**3) 水处理行业**：该行业对闸阀、截止阀、蝶阀、止回阀、旋塞阀、节流阀、安全阀和减压阀等阀门需求高，对产品的防腐蚀等工艺要求高。其中水电站等细分领域主要需用大口径及高压的安全阀、减压阀、截止阀、闸阀、蝶阀、紧急堵截阀及流量控制阀、球面密封仪表截止阀等产品。**4) 海洋工程**：该行业需求主要来源于海上油田开采的发展，需用关断球阀、止回阀、多路阀等产品。**5) 食品医药**：该行业对如仪表阀门、针型阀、针形截止阀、闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀等产品，同时对阀门的不锈钢、无毒全塑等要求高。**6) 燃气**：天然气等燃气行业对球阀、旋塞阀、减压阀、安全阀等需求多。

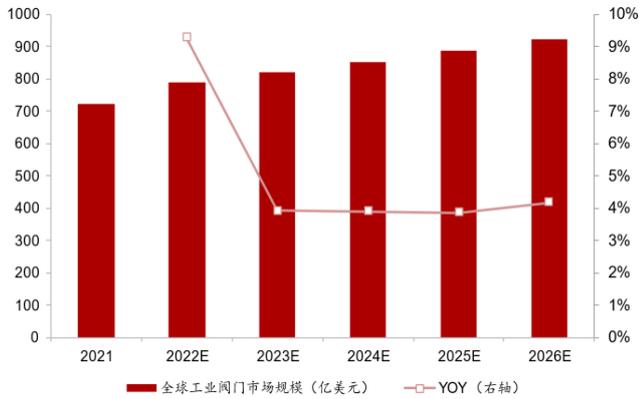
图 9：阀门产业下游广泛分布于化工、炼油、电力、水处理等众多领域



数据来源：亿渡数据，西南证券整理

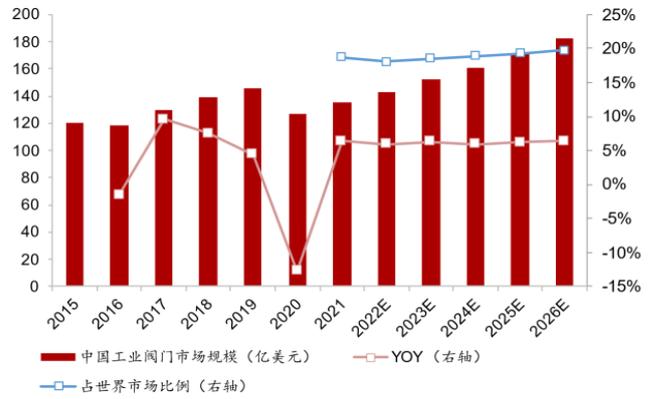
工业阀门市场整体稳定增长，全球工业阀门市场超 700 亿美元，中国市场超 135 亿美元。根据 GIA 的数据，2021 年全球工业阀门制造行业的市场规模为 732 亿美元，预计到 2026 年全球工业阀门制造行业的市场规模将达到 923 亿美元，2022-2026 年年均复合增长率为 4.8%；2021 年我国阀门市场规模约由 135 亿美元，占全球市场比例为 18.7%，预计到 2026 年我国工业阀门市场规模有望达到 182 亿美元，2022-2026 年年均复合增长率为 6.2%，占全球市场比例提升至 19.7%。

图 10: 预计到 2026 年, 全球工业阀门市场将达 923 亿美元



数据来源: GIA, 前瞻产业研究院, 西南证券整理

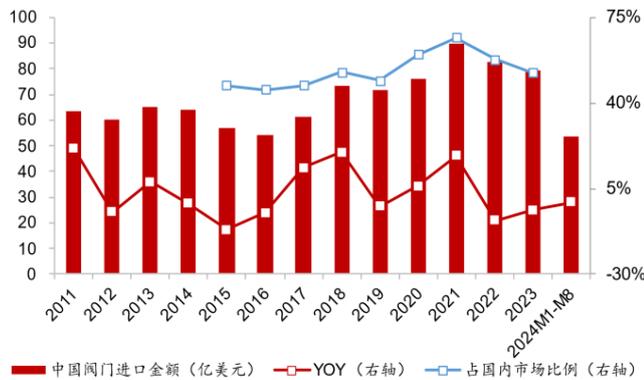
图 11: 预计到 2026 年, 中国工业阀门市场将达 182 亿美元



数据来源: GIA, 前瞻产业研究院, 西南证券整理

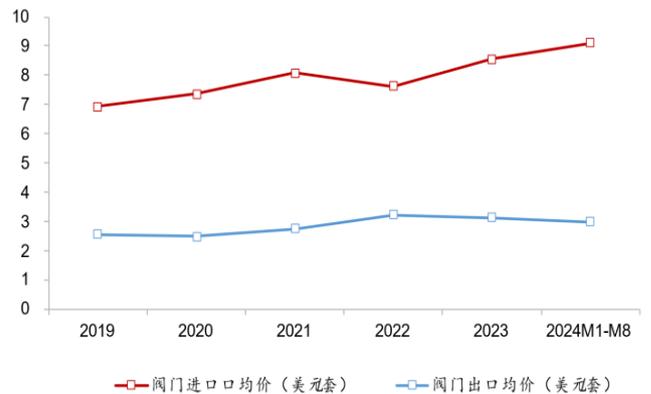
国内进口阀门市场约 560 亿, 国产替代空间广阔。根据海关数据, 2019-2023 年, 我国进口阀门及其类似装置金额先增高后降低, 2023 年进口金额为 79.5 亿美元 (约 559 亿元), 同比下降 3.9%, 占国内工业阀门市场 52%, 国产替代空间广阔; 2024 年 1-8 月, 我国进口阀门金额为 53.6 亿美元, 同比微降 0.5%, 受汇率波动影响较大, 若以人民币计, 进口阀门为 380.7 亿元, 同比增长 1.6%。从我国阀门进出口均价来看, 2023 年进、出口阀门及类似装置均价分别为 8.6 美元/套、3.1 美元/套, 进口均价约为出口均价的 2.7 倍, 截至 2024 年 8 月, 我国进、出口阀门及类似装置均价分别为 9.1 美元/套、3.0 美元/套, 进口均价约为出口均价的 3 倍, 我国阀门市场“低出高进”特点明显, 高端阀门国产化率低。

图 12: 2024 年 1-8 月, 中国阀门进口金额为 53.6 亿美元



数据来源: 海关总署, 西南证券整理

图 13: 2023 年, 中国进口阀门均价是出口阀门的 2.7 倍



数据来源: 海关总署, 西南证券整理

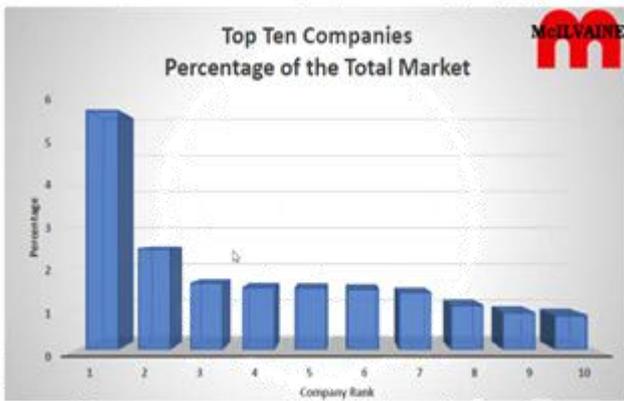
2.2 竞争格局高度分散, 龙头企业市占率低

目前全球范围内阀门巨头以海外公司为主, 市场竞争高度分散, 龙头市占率低。全球范围内阀门市场孕育了诸多海外巨头, 竞争者主要包括艾默生、GE、费希尔、梅索尼兰、福斯、汉克等, 主要集中于北美, 日本和德国, 海外阀企大多在某一领域阀门的技术及产品方面具有优势地位, 如 Emerson 艾默生全球控制阀领域世界第一, WATTS 沃茨是世界的第一大独立阀门生产商, Goodwin 鼓德温是世界著名的止回阀设计和制造厂商等。根据 Mcilvaine, 2021 年全球前十大阀门企业中仅行业龙头艾默生 Emerson 在全球市场的占有率超过 5%;

根据 168Report, 2023 年, 全球排名靠前的阀门企业 Emerson、IMI、Kitz Group、Flowserve、GE、Crane Company、Metso、Cameron (Schlumberger) 和 KSBGroup 合计共占 13% 的市场份额。

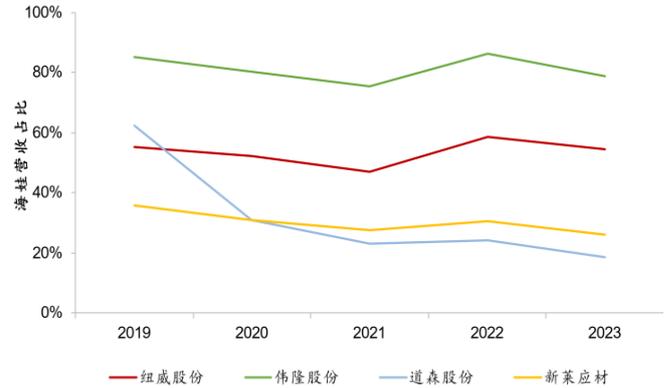
国产品牌全球市占率低, 海外出口大有可为。我国阀门市场分为低端、中端和高端三大类产品, 目前国外一线品牌如美国艾默生、德国萨姆森、美国 GE、日本工装等主要占据高端主导地位, 且海外阀门巨头在中国市场或建有工厂或设有代表处或设有总代均有相关布局, 如美国 BF 在上海设有工厂、日本 KOSO 在无锡设有独资企业等。国内阀门企业如纽威股份、川仪股份、浙江力诺、吴忠仪表、江苏神通等国内头部企业市场份额仍较小, 主要占据中低端阀门市场, 2023 年营收排名靠前的纽威股份、川仪股份营收分别为 55 亿和 74 亿, 其余公司营收在 5-30 亿左右, 对比海外企业艾默生、福斯等 40 多亿美元的营收体量仍存在较大追赶空间。在国内企业的海外市场拓展中, 纽威股份、伟隆股份、新莱应材、道森股份 2023 年海外业务占比 54.6%、78.8%、26.0%、18.6%, 其余公司海外业务仅在 5% 以内。

图 14: 全球阀门市场竞争格局分散 (2021 年 top10 市占率)



数据来源: Mcilvaine, 西南证券整理

图 15: 2023 年, 纽威股份、伟隆股份海外出口占比高



数据来源: wind, 西南证券整理

表 3: 海外主要阀门公司

企业名称	国家	成立	2023 年营收	业界声誉/产品优势	在华情况/应用领域
艾默生 Emerson (艾默生-费希尔)	美国	1890 年	39.7 亿美元*	全球第一大控制阀品牌龙头	公司总部设在成都
GE 集团	美国	1882 年	—	全球控制阀品牌龙头, 收购阀门制造商德莱赛、梅索尼兰 Masonellan	代表处设在北京
福斯 Flowserve	美国	1790 年	43.2 亿美元	高质量管阀件制造商之一	研发中心、制造基地等
克瑞 Crane	美国	1855 年	20.9 亿美元	电力、油气行业老牌的阀门供应商	生产厂、销售机构等
维梯埃 VTI	美国	1853 年	—	世界上最大的金属座球阀制造公司	在电力市场应用广泛
沃茨 WATTS	美国	1874 年	—	世界第一大独立阀门生产、销售商	总部设在上海
康沃 Conval	美国	1967 年	—	世界知名的专业高压锻造阀门生产厂	代表处设在北京
泰科 TYCO	美国	1960 年	—	世界最大的流量控制阀门制造商	研发中心、制造基地等
默科思 MOGAS	美国	1973 年	—	专业生产苛刻工况用球阀	销售和服务中心
博福际 BF	美国	1876 年	—	锻钢阀门、铸钢阀门领军企业	上海设铸钢阀门工厂
威兰 VelanInc	加拿大	1950 年	—	全球最重要的高质量管阀件制造商之一 2023 年被美国 Flowserve 公司收购	研发中心、制造基地等

企业名称	国家	成立	2023年营收	业界声誉/产品优势	在华情况/应用领域
萨姆森 SAMSOM	德国	1907年	——	自动化控制设备、阀门及控制阀等产品	分支中心、制造基地等
汉克 HANK	德国	1852年	——	全球最主要进口阀门供应商之一	深圳设有总代
凯士比 KSB	德国	1871年	28.2亿欧元	世界上三家最大的泵阀制造公司之一	上海设有总代
奥托 OTTO	法国	1805年	——	欧洲流体控制领域的主要生产和供应商	北京设有总代
德科 DESCOTE	法国	1956年	239.6亿欧元	以制造波纹管密封截止阀著称于世界	石化行业拥有广泛客户
埃维科 AVK	丹麦	1941年	——	水处理、消防、发电、石油和天然气、海洋领域、纸浆和造纸、采矿、化工行业全面阀门解决方案	上海设有直属营销机构
斯派莎克 Spirax Sarco	英国	1937年	16.1亿英镑	世界蒸汽系统阀门的佼佼者	总部设在上海
IMI	英国	1862年	22.0亿英镑	极端温度和压力、强烈磨蚀或腐蚀性的工况的高度专业化的阀门和执行器企业	2005年关键流体事业部进入中国，前身是上海希埃动力（与上海电气合资）
鼓德温 Goodwin	英国	1883年	1.9亿英镑	世界著名的止回阀设计和制造厂商	天然气行业拥有广泛客户
OMB	意大利	1973年	——	全球石油/天然气行业锻钢阀门制造商	石油、天然气行业广泛应用
北泽 KITZ	日本	1951年	1699.4亿日元	综合阀门厂家	北京设有代理公司
山武 YAMATAKE	日本	1949年	2909.4亿日元	调节阀、阀门定位器	上海、连云港设有分公司
工装 KOSO	日本	1966年	——	控制阀、阀门定位器	无锡设有独资企业

数据来源：各公司官网，西南证券整理（艾默生 2023 年营收为仅阀门控制业务营收）

表 4：国内主要阀门企业

公司	成立	地区	2023年营收	简介	具体产品	下游应用
纽威股份	1997	苏州	55.44 亿元	国内工业阀门领军企业	球阀、蝶阀、闸阀、截止阀、止回阀、核电阀、调节阀、安全阀和井口石油设备等 5000 多个产品类型	石油、天然气、炼油、化工、船舶、电厂、长输管线及核电等
江苏神通	2001	启东	21.3 亿元	新型特种阀门龙头企业	蝶阀、球阀、闸阀、截止阀、止回阀、调节阀、非标阀等 2000 多个产品规格	冶金、核电、超临界火电、煤化工、LNG 及石油炼化等
中核科技	1997	苏州	18.1 亿元	工业用阀门、特殊合金材料阀门领军企业	闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀、调节阀和隔膜阀等	核工程、石油石化、公用工程、火电等
浙江力诺	2003	瑞安	11.1 亿元	控制阀系统解决方案供应商	球阀、调节阀、蝶阀、闸阀、特种专用阀、衬氟衬胶阀和智能式阀门定位器等	石油、化工、造纸、环保、能源、医药、冶金、食品等
伟隆股份	1995	青岛	5.7 亿元	给排水阀门产品	闸阀、蝶阀、截止阀、调节阀、旋塞阀、止回阀、减压阀、报警阀等	市政给排水、消防给水、空调暖通、污水处理、燃气等
智能自控	2001	江苏	10.2 亿元	专业生产各类电动、气动控制阀、控制装置	单座套筒阀、套筒调节阀、蝶阀、球阀、物料阀、防腐阀、自力式调节阀、角型控制阀、三通调节阀等	石油、化工、钢铁、冶金、建材、轻工、电力、环保、食品等
道森股份	2001	苏州	22.4 亿	油气钻采设备、电解铜箔高端生产装备和超精密真空镀膜设备	井口装置、采油（气）树、管线阀门、井控设备、生箔机、防氧化机、真空镀膜机等	页岩油气及致密油气开采、陆地石油开采、海洋石油开采及油气管线输送
新莱应材	2000	昆山	27.1 亿元	洁净和高纯应用材料阀门	高洁净真空室、泵、阀、法兰、管件和管道等	食品安全、生物医药和泛半导体领域
冠龙节能	1991	上海	10.6 亿元	著名排水阀门、工业阀门及自动控制系统领军企业	蝶阀、闸阀、控制阀、止回阀等阀门产品及其他配套产品	城镇给排水、水利和工业等

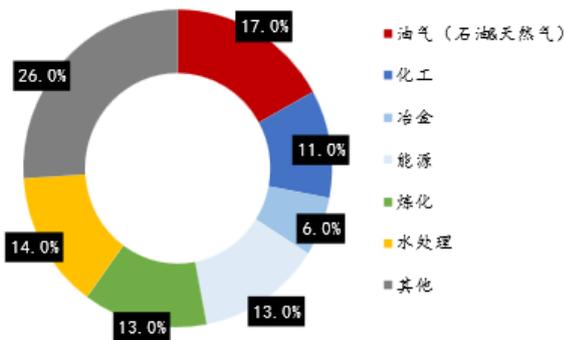
公司	成立	地区	2023 年营收	简介	具体产品	下游应用
中控技术	1952	杭州	7.2 亿元*	我国工业自动化解决方案龙头之一	工业自动化控制系统、智能变送器、智能调节阀、流量仪表、分析仪器及工业软件	流程工业
川仪股份	1965	重庆	74.1 亿元	装置工业自动化仪表及控制装置	压力变送器、控制阀、调节阀等工业自动化控制系统及工程成套	石油、化工、化肥、冶金、轻工、电站等
西安仪表	2007	西安	—	国内最大的综合性工业自动化仪表与装备制造企业之一，陕鼓集团全资子公司	智能变送器、智能流量仪表、温度仪表、控制设备及装路	石油、化工、电力、冶金、钢铁、制药、食品等行业的测量与自动化控制领域
银星能源	1998	宁夏	—	我国控制阀的龙头企业之一，前身为吴忠仪表	智能执行机构、智能调节阀；年产 30 万台套控制阀	化工、冶金、电站、油气储运、轻工、船舶、水系统等
奇众阀门	2013	上海	—	高温高压、超低温等严苛工况阀门企业	闸阀、截止阀、球阀、蝶阀、止回阀、旋塞阀、平衡阀、疏水阀、减压阀、调节阀、特种阀门等	石油、化工、电力等行业
上海自仪	1925	上海	—	历史追溯至 1925 年，1992 年改制上市，2015 年被上海临港借壳	智能执行机构、智能变送器、智能流量仪表、温度仪表、智能调节阀、控制设备等	化工、电力、冶金等

数据来源：各公司官网，西南证券整理（中控技术营收为 2023 年自动化仪表业务营收）

2.3 传统行业国产替代空间大，高端市场高景气引领增长

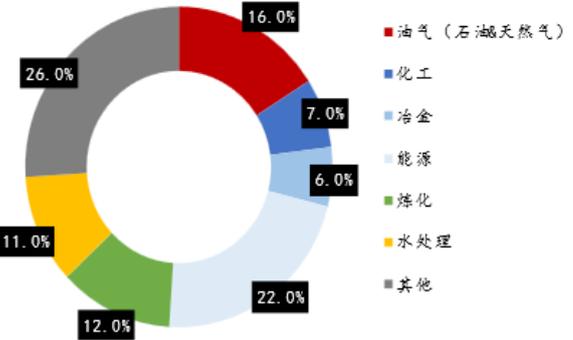
工业阀门下游主要包括油气、能源、炼化、化工、废水、造纸、灌溉、钢铁、医药等多个行业。根据 Mcilvaine，2021 年，石油天然气行业的阀门需求最大，在阀门制造下游行业占比中达到 17%，占比第二、第三、第四的行业分别为水处理、能源、炼化行业，占比分别为 14%、13%和 13%；2021 年，中国国内市场的阀门应用中，能源、油气（石油&天然气）、炼化、水处理、化工、冶金等占比分别为 22%、16%、12%、11%、7%、6%。

图 16：2021 年，全球阀门市场下游行业分布情况



数据来源：Mcilvaine，西南证券整理

图 17：2021 年，中国阀门市场下游行业分布情况



数据来源：Mcilvaine，西南证券整理

2.3.1 传统行业：国内石化资本开支下滑，海外油气景气度高

国内石油化工行业资本开支承压。石化及化工行业具有高温、高压、非清洁及强腐蚀性的特点，化工阀门是化工设备中重要的组成部分。受化工品需求增速下降及产能增长影响，国内主要化工品行业竞争加剧，2024年上半年基础化工上市公司资本开支增速下滑；根据SW石油石化、基础化工板块“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”来看，2024年上半年同比增速分别为-10.3%、-12.6%，资本开支明显放缓；细分来看，其中细分板块油服工程、油气开采、化学纤维资本开支分别同比+7.8%、+9.1%、+19.4%，细分领域仍有设备购置需求；另外，根据广厦环能招股说明书，预计未来2025-2027年，国内依然存在许多规划中的大型乙烯等炼化项目，细分炼化领域设备需求保持强势。

图 18：我国石油石化、基础化工板块资本开支投资同比变化

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
SW石油石化	-24.8%	-21.1%	18.3%	23.1%	23.5%	-16.8%	40.7%	13.1%	11.5%	-10.3%
SW炼化及贸易	-25.3%	-19.6%	16.4%	22.8%	23.8%	-16.4%	40.5%	-3.5%	7.6%	-14.5%
SW油服工程	-4.1%	-63.3%	69.4%	-7.4%	49.7%	-14.6%	27.8%	12.3%	51.2%	7.8%
SW油气开采II	-67.5%	-54.1%	1221.2%	120.6%	-19.8%	-52.9%	121.0%	1601.7%	27.4%	9.1%
SW基础化工	-12.6%	0.2%	45.7%	71.8%	15.2%	13.6%	-26.7%	36.2%	8.4%	-12.6%
SW橡胶	-53.1%	51.2%	-3.5%	102.7%	2.2%	16.1%	34.6%	32.6%	64.6%	-24.1%
SW农化制品	-6.3%	-23.3%	6.2%	-5.6%	-8.0%	5.5%	11.5%	78.7%	4.5%	-20.7%
SW非金属材料II	0.2%	160.8%	156.2%	32.2%	-34.8%	20.0%	32.1%	-45.0%	31.9%	-14.0%
SW塑料	8.0%	12.0%	1.7%	15.0%	-16.9%	48.2%	146.2%	16.8%	1.8%	-11.4%
SW化学原料	-7.3%	-4.5%	73.3%	1.6%	36.9%	11.9%	83.4%	38.9%	13.2%	-15.1%
SW化学制品	-13.9%	25.4%	18.8%	43.6%	29.3%	23.7%	4.5%	34.7%	10.7%	-12.6%
SW化学纤维	-31.9%	5.9%	98.4%	109.7%	16.1%	8.3%	-86.7%	17.0%	-15.3%	19.4%

数据来源：wind，西南证券整理（根据SW石油石化、基础化工板块“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”整理）

表 5：2025-2027 年我国乙烯产能规划

公司名称	项目名称	主要建设内容	预计投产时间
中国石化	广州石化安全绿色高质量发展技术改造项目	240万吨催化裂解（RTC）项目	2025年
中国石油	吉林石化炼油化工转型升级项目	120万吨/年乙烯	2025年
中国石油	广西炼化一体化转型升级项目	120万吨/年乙烯	2025年
中国石化	洛阳炼化100万吨乙烯炼化一体化项目	100万吨/年乙烯	2025年
中国石化	中科炼化一体化项目二期	1500万吨/年炼油、120万吨/年乙烯等	2025年
万华化学	万华化学乙烯二期工程	120万吨/年乙烯	2025年
中国石化	岳阳石化炼化一体化项目	150万吨/年乙烯	2025年
中沙石化	福建中沙古雷乙烯项目	150万吨/年乙烯	2025年
中国石化	古雷炼化一体化工程二期项目	1600万吨/年炼油、320万吨/年对二甲苯、150万吨/年乙烯	2025年以后
中国石化	塔河炼化原油蒸汽裂解100万吨乙烯项目	100万吨/年乙烯	2025年以后
中国石化	镇海炼化三期项目	150万吨/年乙烯	2025年以后
中国石油	兰州石化长庆乙烷制乙烯二期项目	120万吨/年乙烯	2025年以后
中国石油	兰州石化转型升级乙烯改造项目	120万吨/年乙烯	2025年以后
中国石油	独山子石化塔里木120万吨/年二期乙烯项目	120万吨/年乙烯	2025年以后
中国石油	大连石化搬迁改造炼化一体化项目	1000万吨/年炼油、120万吨/年乙烯等	2025年以后

公司名称	项目名称	主要建设内容	预计投产时间
北方华锦	兵器工业集团精细化工及原料工程项目	1500万吨/年炼油、165万吨/年乙烯	2026年
中国石化	扬子石化轻烃综合利用与新材料改造项目	100万吨/年乙烯	2027年
中国海油	中海壳牌惠州三期炼化一体化项目	改扩建500-800万吨/年炼油能力、160万吨/年乙烯	2027年

数据来源：广厦环能招股书，西南证券整理

原油价格高位震荡，远高于桶油成本线。2022年，地缘政治、全球油气需求增长、OPEC+减产等因素推高油价，全年布伦特原油期货均价为99.0美元/桶，WTI原油期货均价为94.3美元/桶。2023年以来，受美国银行风险和美联储加息、需求下降等影响，原油价格有所回落，但仍然维持在80美元/桶的较高水平。随着油气开采技术、管理方法逐渐提升，国际桶油成本逐渐下降至40美元/桶左右。根据中国海油公告，2023年，中国海油桶油主要成本为28.8美元，同比减少5.4%，油价远高于桶油生产成本。

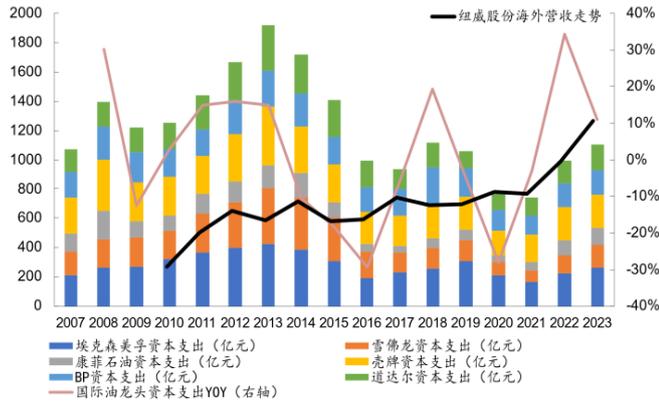
图 19：2022 年以来，国际原油价格维持在较高水平（美元/桶）



数据来源：Wind，西南证券整理

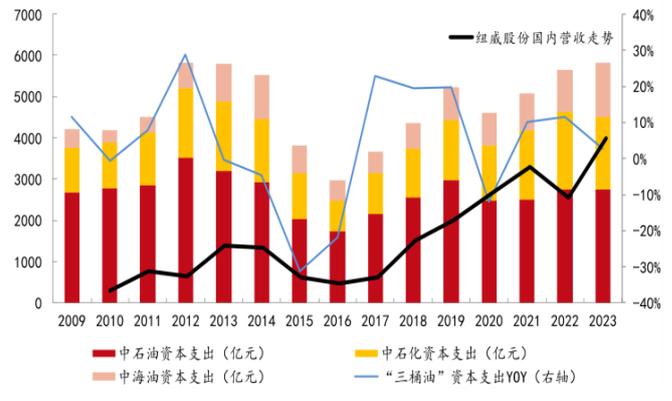
高油价驱动油公司资本开支增加，纽威股份有望持续受益。公司为工业阀门企业，主要客户为油气产业链相关公司，海外业绩随国际油企巨头资本开支节奏变化而有所波动，2021-2023年高油价驱动上游业主增产，全球油气开发投资规模稳定攀升，海外市场油气阀门购置需求旺盛，公司在此期间成功把握境外市场良好发展机遇，依托出口业务显著受益；国内业绩随“三桶油”资本开支节奏变化而有所波动，且2020-2023年国内炼化扩产持续景气，公司深度受益。国外来看，国际油企巨头埃克森美孚、雪佛龙、康菲石油、壳牌、BP、道达尔2023年资本开支合计超1100亿美元，同比增长10.9%；国内来看，2021年以来“三桶油”资本开支增长；2023年，“三桶油”合计资本开支5817.4亿元，同比增长2.8%，其中勘探开发资本支出为4565.8亿元，同比增长12.1%；另外我们通过复盘发现，资本开支相较于油价存在约2个季度的滞后期；目前国际油价仍然维持在相对高位，短期来看，我们认为油企仍然愿意保持较高的资本开支力度，纽威股份及其他上游油气设备及零部件厂商也将有望持续受益。

图 20：公司海外业绩走势与国际油公司龙头资本开支存在关联



数据来源：wind, 西南证券整理（纽威股份业绩走势不对应 Y 轴数值）

图 21：公司国内业绩走势与“三桶油”资本开支存在关联



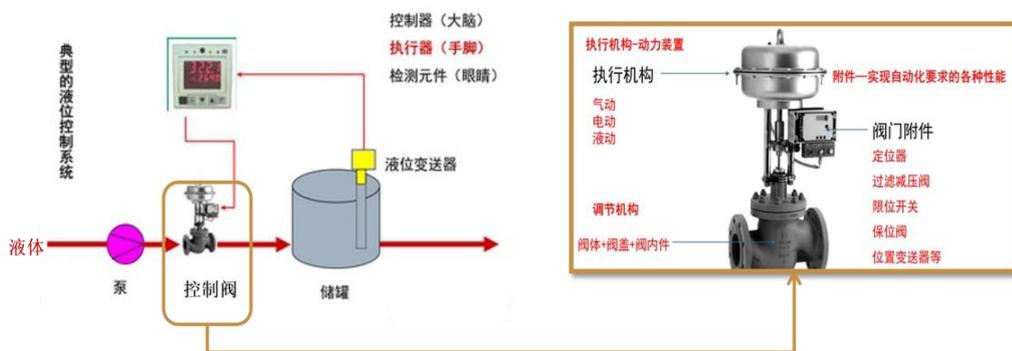
数据来源：wind, 西南证券整理（纽威股份业绩走势不对应 Y 轴数值）

2.3.2 国产替代：中国控制阀市场近 500 亿，国产率仅 40%

控制阀是智能制造、工业自动化的核心器件之一。“控制阀”又称“调节阀”、“执行器”，是流体输送系统（工艺管道）中的控制部件，指控制介质流动方向、压力或流量的阀的总称，其在工业自动化过程中类似机器人的手臂，通过接受调节控制单元输出的控制信号，借助动力操作去改变介质流量、压力、温度、液位等工艺参数，具有截止、调节、导流、防止逆流、稳压、分流或溢流泄压等功能，一般应用于液态或气态流体控制环境；是工业自动化仪器仪表行业中产品类别最多、使用频率最高、市场规模最大的细分产品。

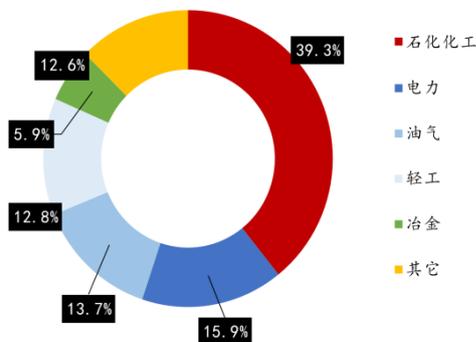
控制阀一般由执行机构、阀体和阀门附件组成，可按功能、行程特点、所配执行机构使用的动力、压力范围、温度范围进行分类。执行机构是控制阀的推动装置，它按输出信号的大小产生相应的推力，使推杆产生相应的位移（直行程或角行程位移），从而带动控制阀的阀芯动作；阀体是控制阀的调节部分，它直接与介质接触，由阀芯的动作改变控制阀的节流面积达到调节的目的；阀门附件包括过滤器减压阀、电气阀门定位器、手轮机构、限位开关、限位变送器、气路电磁阀等。

图 22：控制阀一般由执行机构、阀体和阀门附件组成

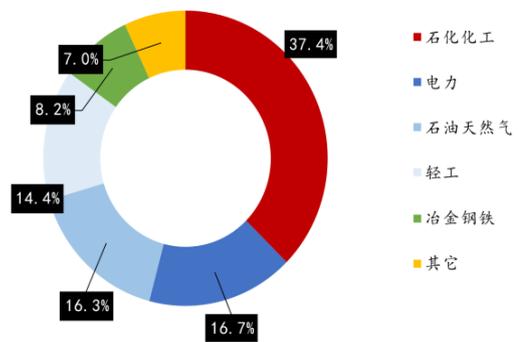


数据来源：阀门流体公司官网, 西南证券整理

控制阀广泛应用于石化化工、发电、石油天然气、轻工、冶金钢铁等领域。控制阀行业上游主要为金属材料和电子元器件等，钢材、铜材及零部件成本约占生产成本 60%左右，钢材、铜材价格的波动直接影响到控制阀的制造成本；中游为控制阀生产环节；下游应用领域覆盖石油、石化、化工、造纸、环保、能源、冶金、医药、食品等众多领域。根据中商产业研究院，2018-2021 年，控制阀在化工领域占比最高，但占比下降，油气领域占比下降，电力和冶金行业占比上升；2021 年控制阀在石化化工领域应用占比最大，占比达 39.3%，发电行业占比 15.9%，石油天然气行业占比 13.7%，轻工行业占比 12.8%（包括制药、食品饮料、日化、造纸等），冶金钢铁占比 5.9%。根据 2024 年 3 月《控制阀信息》杂志对 186 家控制阀企业 2023 年下游销售情况统计，2023 年国内控制阀下游中石化化工占比 37.4%，电力行业占比 16.7%，石油天然气占比 16.3%，轻工行业占比 14.4%，冶金钢铁行业占比 8.2%，其他行业占比 7%。

图 23：2021 年，控制阀在石化化工领域占比 39.3%


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

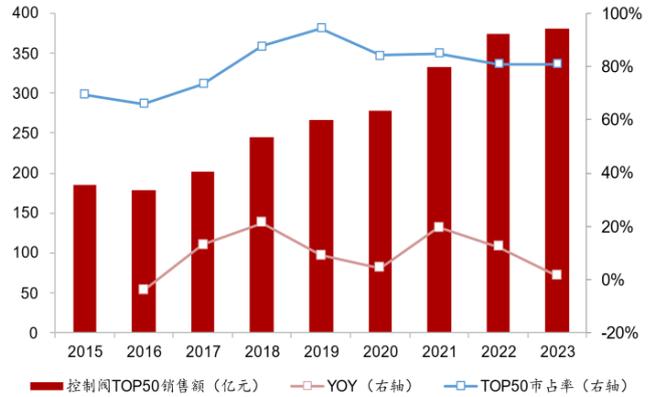
图 24：2023 年，中国控制阀下游石化化工行业占比 37.4%


数据来源：《控制阀信息》，西南证券整理

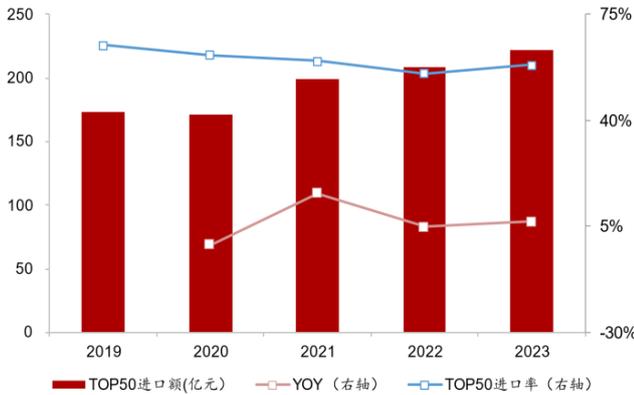
2023 年中国控制阀市场约 470 亿，控制阀国产率约 42%，国产替代空间大。根据《控制阀信息》，2015-2022 年国内控制阀市场规模由 266.3 亿元提升到 463.7 亿元，CAGR 为 8.2%；2015-2023 年中国市场控制阀 TOP50 企业销售额由 185.5 亿元增长至 380.5 亿元，TOP50 占行业比例由 2015 年的 69.6% 提升至 2022 年的 80.8%，假设 2023 年占比与 2022 年保持一致，2023 年我国控制阀市场规模为 470.6 亿元。虽然国内已基本实现对中低端市场产品全覆盖，但从国产化率看，TOP50 控制阀销售品牌中，2023 年国产品牌销售额为 158.3 亿元，TOP50 销售国产化率为 41.6%，中高端控制阀市场仍存在较大的进口替代空间；在未来供应链安全问题日益凸显的背景下，有望加速控制阀的国产替代进程，从而为本土优势生产商打开高端市场增量空间。

图 25：2023 年，中国控制阀市场规模达 470 亿元

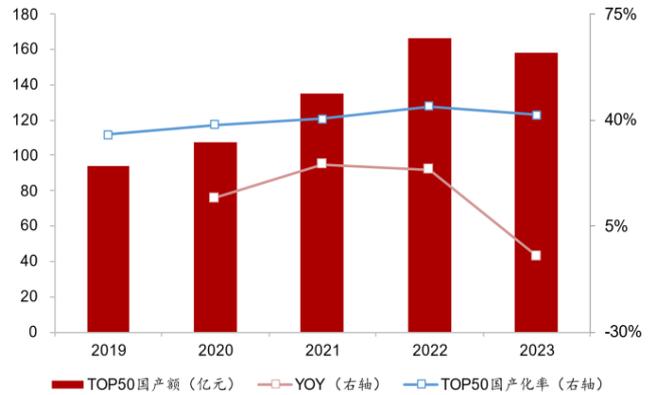

数据来源：《控制阀信息》，西南证券整理

图 26：2023 年，中国控制阀 TOP50 销售为 380.5 亿元


数据来源：《控制阀信息》，西南证券整理

图 27：2023 年，中国控制阀 TOP50 进口率为 58.4%


数据来源：《控制阀信息》，西南证券整理

图 28：2023 年，中国控制阀 TOP50 销售国产率为 41.6%


数据来源：《控制阀信息》，西南证券整理

纽威股份不断打破海外垄断，引领并持续受益阀门国产替代。纽威股份是国内工业阀门龙头，近两年通过自主研发实现多个类型阀门产品国产化，特别是核电阀门、深海水下阀门研制取得新进展，技术水平领先、产品质量得到众多大型跨国企业认可，具有中高端工业阀门的进口替代能力，同时较国外阀门企业相比又更具成本优势，有望与引领并深度受益国产替代。

表 6：纽威股份多项技术和阀门产品打破海外垄断（不完全统计）

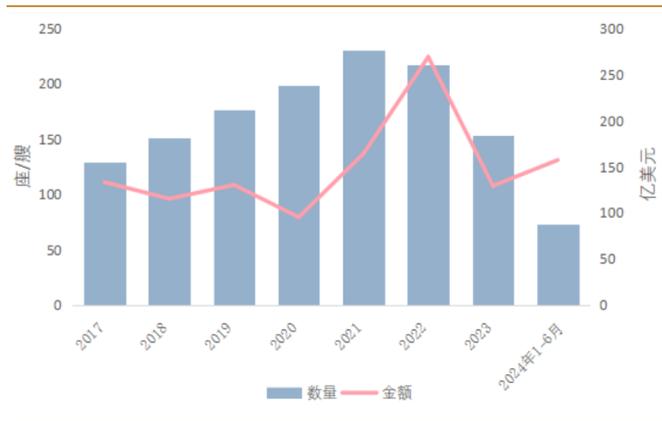
产品	技术突破	主要产品性能	项目或产品进展
28 寸水下球阀	国产深海水下阀门中规格最大且技术难度最高的产品		经顺利通过了业主和第三方的验收
BDO(丁二醇) 装置用超高压截止阀	打破海外垄断	产品性能可达零泄漏	多规格产品已经成功交付国内外客户并助力客户端顺利投产
高压硬密封紧急切断球阀	持续突破 FPSO 用紧急切断阀	实现 FPSO 全平台压力源紧急切断功能	也成功应用于国内外 FPSO 船用
大口径高温蝶阀	填补国内空白	96 英寸 300LB 大口径高温三偏心蝶阀，阀门设计温度高达 704℃	用于国内某丙烷脱氢装置
大口径超低温蝶阀	国内首个通过国产化鉴定并批量供货	40, 42 寸等大口径侧装三偏心超低温蝶阀	已经获客户批量性订单。
液氢阀门	产品性能达到世界先进水平	已取得特种设备型式试验证书	品已应用于国内多个液氢项目上

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3.3 海工造船：FPSO、FLNG、LNG 运输船需求高景气，高价值订单释放

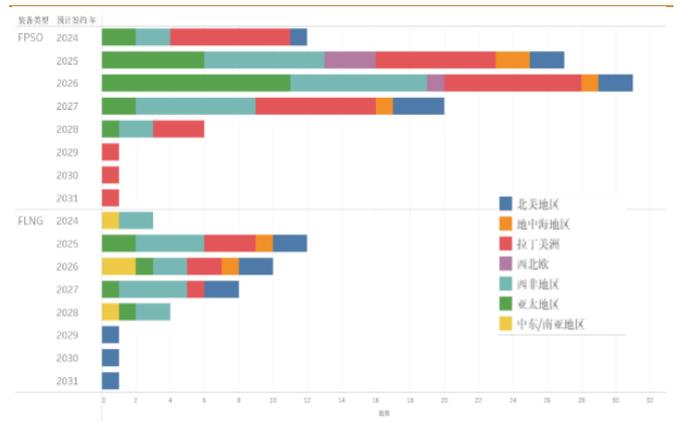
海工装备订单金额激增，全球 FPSO、FLNG 等潜在订单高景气。根据中国船舶工业行业协会，截至 2024 年上半年，全球海工市场共成交订单 72 座/艘，约 157 亿美元，以数量计同比下降 31%，但以成交金额计同比增长 59%，比 2023 年全年成交订单金额还要多 22%；从产品结构看，FPSO、FLNG 等浮式生产装备订单活跃，主要得益于地缘政治事件带来的外溢需求，为持续提升油气产量，西非地区、拉丁美洲、亚太地区的 FPSO、FLNG 等高价值海工装备需求十分可观；根据克拉克森，预计 2024-2026 年全球潜在的 FPSO、FLNG 订单需求超过 100 艘。

图 29：截至 2024 年上半年，全球海工市场订单 72 座/艘



数据来源：中国船舶工业行业协会公众号，西南证券整理

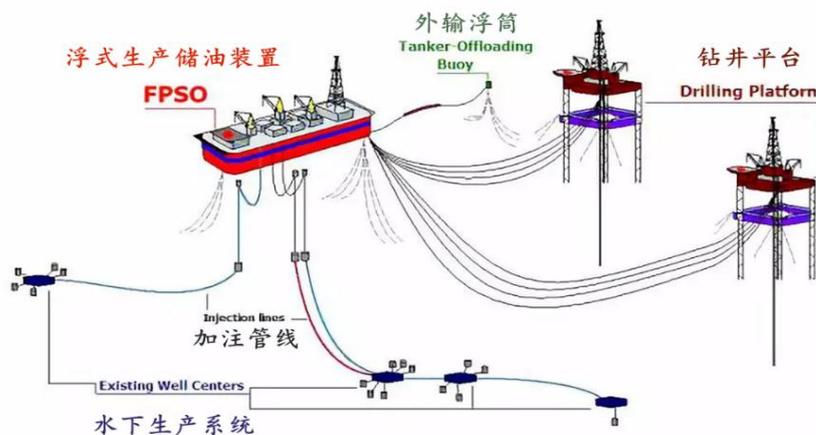
图 30：全球潜在的 FPSO、FLNG 订单需求景气度高



数据来源：IHSMarkit，西南证券整理

FPSO 是目前主流的海洋油气生产系统，约占全球浮式平台投资的 80%。目前广泛应用的深海海洋平台主要为浮式生产平台，包括浮式生产储油装置（Floating Production Storage and Offloading, FPSO）、半潜式生产平台（Semisubmersible Floating Production System, Semi-FPS）、张力腿生产平台（Tension Leg Platform, TLP）和立柱式生产平台（Single Point Anchor Reservoir, SPAR）等 4 种类型。根据《FPSO 国内外发展及市场展望》，FPSO 目前是全海式油田开发工程中的核心单元，是所有浮式生产平台中应用最为广泛、保有量最多的船型，约占全球浮式平台投资的 80%。

图 31：FPSO 油田群开采模式示意图

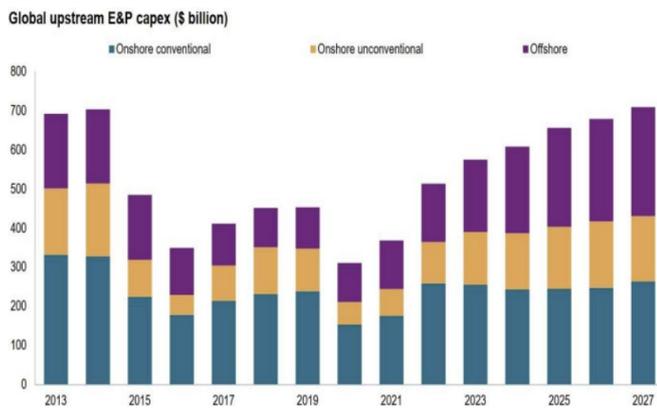


数据来源：《FPSO 国内外发展及市场展望》，西南证券整理

目前海洋油气开发景气度高，FPSO 订单数量与油价、油气勘探开发支出关联度高。从近年来全球 FPSO 订单与油价波动、油气开采资本支出变化可见，当油价上行，首先影响后端生产采油环节，油价高于成本或利润走高，油公司将率先恢复存量油田生产，后增加勘探开发投资、FPSO 订单增长；当油价下行，首先影响产业链前端勘探环节，FPSO 订单滞后下滑，油价低于生产成本或利润承压时，影响后端生产采油环节。2020 年以来油价恢复中高位运行，勘探开发资本支出整体提升，全球 FPSO 订单逐步提升。短期看，油价保持中高位震荡，油气增产势头明显，根据 IHS Markit，2023 年全球油气勘探开发资本开支 5676 亿美元，同比增长 11%，全球海洋油气开发资本支出 1235 亿美元；预计 2024 年全球油气勘探开发资本支出超 6000 亿美金，同比增长 5.7%，全球海上勘探开发资本支出 1470 亿美元，同比增长 19%。中长期来看，海洋油气资源是当前能源开发的重要趋势和方向，新海上油田的探测与开发催生 FPSO 的常规需求，预计未来 FPSO 订单将进一步提高。

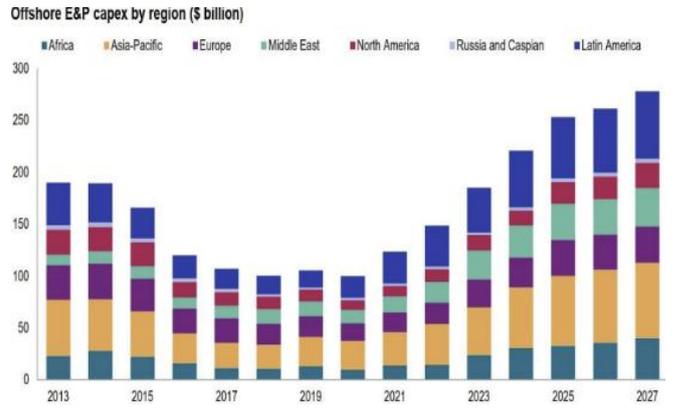
2024-2028 年预计 FPSO 订单有望超 60 艘。根据国家海事协会 (IMA)、能源海事协会 (EMA) 数据，截至 2023 年全球累计在役 FPSO 为 216 艘，2023 年全球手持 FPSO 订单为 28 艘，其中新建订单占比约 70%。根据 EMA，预计 2024-2025 年 FPSO 订单预计获批项目超 23 个，另外预计还有 3 座 FLNG (浮式液化天然气生产储卸装置)、2 座 Semi (半潜式生产装置)、1 座 MOPU (钻机加开采装置)；根据广州国际海事展，2024 年第二季度以来，全球 FPSO 订单数量有所回升，预计 2024-2028 年全球将新增约 60 艘 FPSO 订单。

图 32：2023 年，全球上游勘探开发资本支出 5676 亿美元



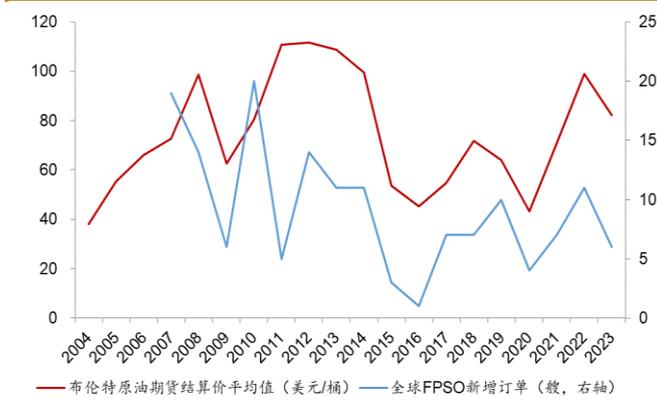
数据来源：IHS Markit，西南证券整理

图 33：2023 年，全球上游海上勘探开发资本支出 1235 亿美元



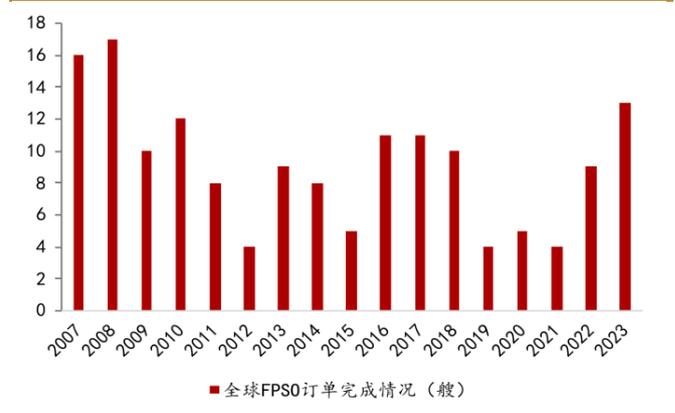
数据来源：IHS Markit，西南证券整理

图 34：全球 FPSO 订单数量与油价关联度高



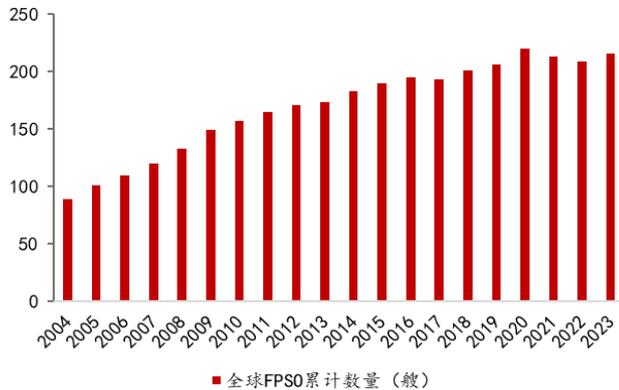
数据来源：ICE，IMA，EMA，西南证券整理

图 35：2022-2023 年，全球 FPSO 订单完成数明显提升



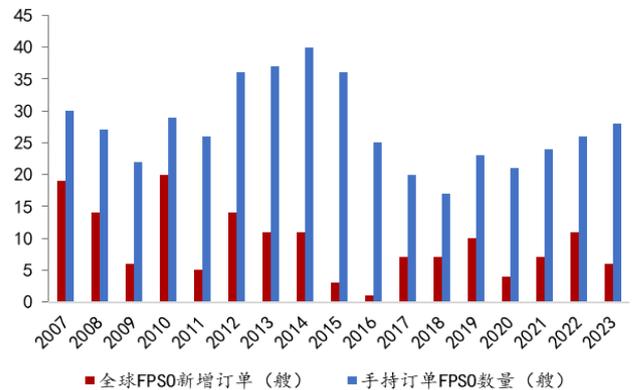
数据来源：IMA，EMA，西南证券整理

图 36：2023 年全球累计 FPSO 数量为 216 艘



数据来源：IMA, EMA, 西南证券整理

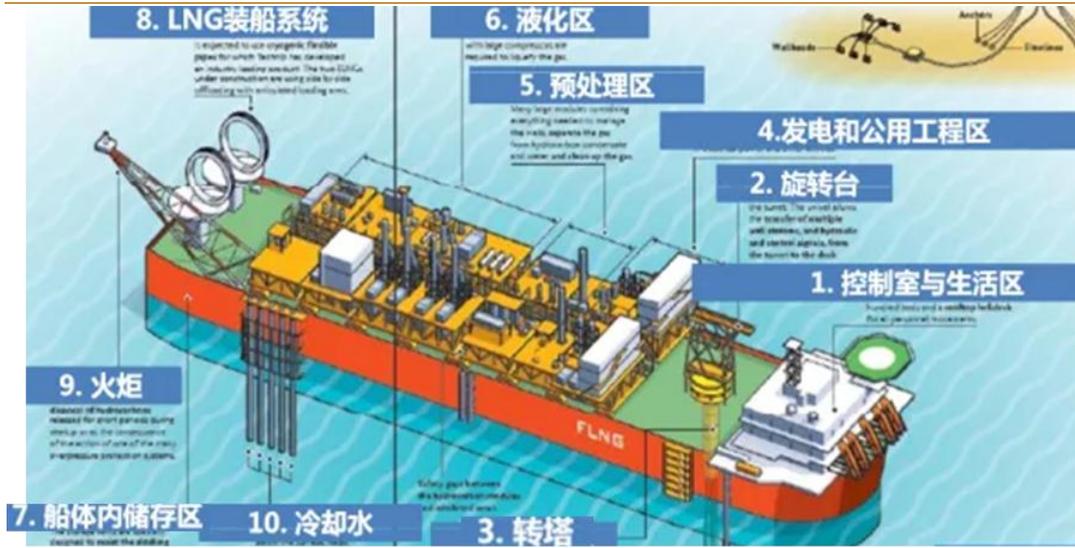
图 37：截至 2023 年，全球 FPSO 手持订单约 28 艘



数据来源：IMA, EMA, 西南证券整理

FLNG 是目前海上天然气开发的主要作业平台之一。浮式液化天然气处理平台 (Floating Liquefied Natural Gas, FLNG)，是一种将液化天然气 (LNG) 生产设施建造在海上的大型浮动结构，用于在海上进行天然气的开采、液化、储存和转运作业。根据《FLNG 业务发展现状及对我国企业的建议》，截至 2023 年底，全球已投入运营 FLNG 项目 5 个，当前全球已进行最终投资决策 (FID) 和在建的 FLNG 项目 6 个，目前有 10 余个 FLNG 项目处于开发早期阶段，尚未进行 FID。根据国际船舶网，截至 2024 年上半年，全球新建 FLNG 订单总计 10 艘。

图 38：FLNG 模块布局示意图



数据来源：海洋油气网公众号，西南证券整理

FPSO 船阀+FLNG 船阀潜在市场空间大。根据巴西国家石油公司等公司 FPSO、FLNG 产品招标或项目建设情况可知，近年来一艘 FPSO 项目造价在 20-40 亿美元，一艘 FLNG 项目造价约 30-50 亿美元；海工装备对于阀门的需求量较大，我们假设单艘 FPSO、FLNG 项目阀门价值量占比约为投资的 3%，测算截至 2023 年全球在手 FPSO 订单对应阀门需求约 16.8-33.6 亿美元；预计 2024-2025 年有望新签 FPSO 船阀门需求约 13.8-27.6 亿美元；截至 2024 年上半年全球已经新签 FLNG 订单对应阀门需求为 9.0-15.0 亿美元。一般情况下单艘 FPSO、FLNG 新建订单的交付周期一般为 2-3 年，阀门交付应在整船交付之前。

表 7：全球现有部分 FPSO 和 FLNG 项目基本情况

公司	FPSO 产品	年处理能力	项目 EPC 合同
巴西国家石油公司	P-84、P-85	22.5 万桶石油，天然气 1000 万立方米/天	超 40 亿美元
	FPSO、P-82	22.5 万桶石油，天然气 1200 万立方米/天	约 30 亿美元
	P-78、P-79	18 万桶石油，天然气 721 万立方米/天	约 23 亿美元
	FLNG	120 万吨 LNG	约 10 亿美元*
加拿大油气公司	FLNG	330 万吨 LNG	约 15 亿美元*
埃尼集团等	FLNG-莫桑比克“Coral-Sul”号	500 万吨 LNG	54 亿美元
壳牌	FLNG-壳牌 Prelude	360 万吨 LNG	36 亿美元
马来西亚国家石油公司	马来西亚国油“PFLNG DUA”1号、2号	120+140 万吨 LNG	约 30 亿美元

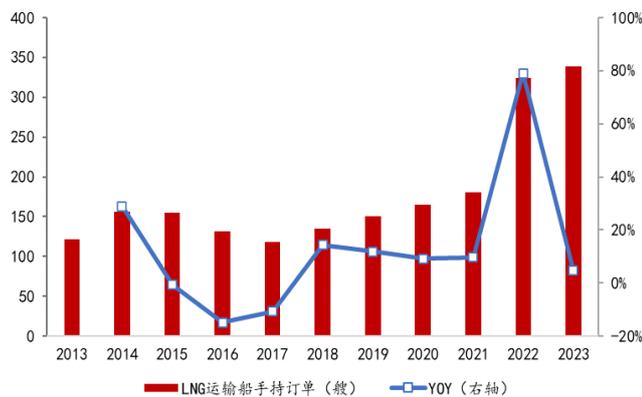
数据来源：各公司招标或中标公告，西南证券整理（*表示项目为仅 FLNG 的船体、LNG 密封系统以及上部模块集成等工程价值，非整个项目总包）

表 8：FPSO 和 FLNG 项目阀门需求测算

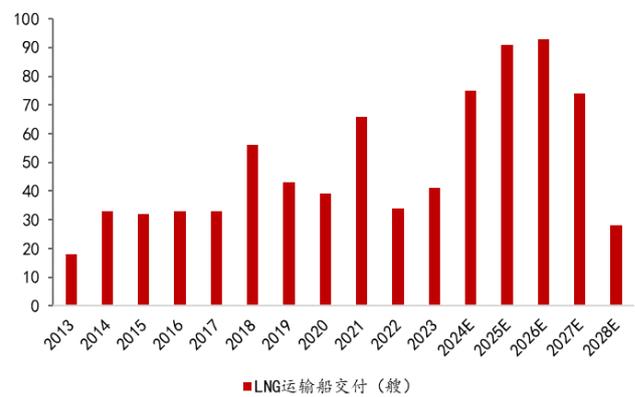
FPSO	订单（艘）	单船项目价值	假设阀门资本开支占比	阀门市场空间测算（亿美元）
2023 年底手持订单	28	20-40 亿美元	1%/3%/5%	5.6-11.2/16.8-33.6/28.0-56.0
2024-2025 年预计新签订单	23	20-40 亿美元	1%/3%/5%	4.6-9.2/13.8-27.6/23.0-46.0
2024-2028 年预计新签订单	60	20-40 亿美元	1%/3%/5%	12.0-24.0/36.0-72.0/60.0-12.0
FLNG	订单（艘）	项目 EPC 单价	假设阀门资本开支占比	阀门市场空间测算（亿美元）
2024 年上半年新签订单	10	约 30-50 亿美元	1%/3%/5%	3.0-5.0/9.0-15.0/15.0-25.0

数据来源：IEA，EMA，国际船舶网，广州国际海事展，西南证券预测

LNG 海运市场表现强劲，LNG 船订单激增。近年来，温室气体减排政策持续刺激天然气消费量、俄乌冲突迫使欧洲海运 LNG 需求激增，LNG 海运市场表现强劲；其中 2022、2023 年 LNG 运输船新签订单均处于历史高位，全球 LNG 运输船新签订单分别为 179 艘、66 艘。截至 2023 年，全球 LNG 运输船手持订单为 339 艘，且新船交付主要集中在 2024-2028 年。另外，根据 Affinity 预测，预计未来 5 年内总共需要新增 300-400 艘 LNG 运输船才能支撑期间 LNG 贸易量的增长，LNG 运输船景气高增，配套阀门需求有望上行。

图 39：截至 2023 年，全球 LNG 运输船手持订单为 339 艘


数据来源：克拉克森研究，招商工业产研中心，西南证券整理

图 40：现有 LNG 运输船手持订单集中 2028 年之前交付


数据来源：克拉克森研究，招商工业产研中心，西南证券整理

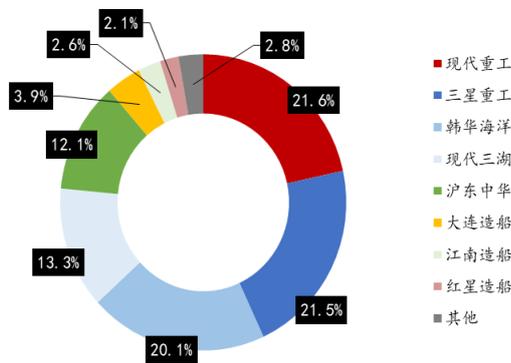
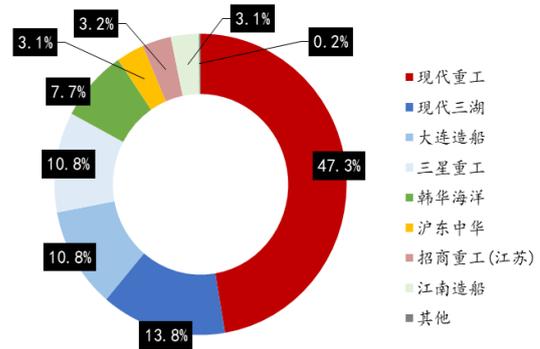
预计 2024-2027 年 LNG 运输船阀门市场需求稳定。根据航运交易公报，一艘大型 LNG 运输船造价约 2.6 亿美元，我们假设单艘 LNG 项目阀门价值量占比约为投资的 3%，预计 2024-2027 年 LNG 运输船阀门市场规模基本保持在 6-8 亿美元之间。

表 9：预计 2024-2028 年全球主要造船厂手持订单（截至 2023 年）交付情况对应阀门需求

LNG 运输船（艘）	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
韩华海洋（韩国）	18	25	20	13	1
三星重工（韩国）	13	19	21	14	6
现代重工（韩国）	11	26	27	26	10
沪东中华（中国）	5	8	12	10	8
红星造船厂（中国）	3	4			
南通中集安瑞科（中国）	2	1	2	1	
江南造船厂（中国）	1	2	3	2	
大连船舶（中国）		3	4	5	3
扬子江造船厂（中国）		2	1		
San Giorgio 船厂		1			
招商局重工（中国）			3	3	
LNG 运输船交付合计（艘）	75	91	93	74	28
LNG 运输船阀门价值占比	1%				
LNG 运输船阀门市场空间（亿美元）	2.0	2.4	2.4	1.9	0.7
LNG 运输船阀门价值占比	3%				
LNG 运输船阀门市场空间（亿美元）	5.9	7.1	7.3	5.8	2.2
LNG 运输船阀门价值占比	5%				
LNG 运输船阀门市场空间（亿美元）	9.8	11.8	12.1	9.6	3.6

数据来源：航运交易公报，CLARKSONS，西南证券整理&预测

LNG 船建造目前仍以韩国三大船厂为主，纽威股份有望受益。LNG 运输船目前只有美、中、日、韩和欧洲的 13 家船厂能建造。手持订单方面：截至 2023 年，按运力计，韩国主要造船厂占比 76.5%，中国主要造船厂占比 21.1%；前 4 名为现代重工、三星重工、韩华海洋、现代三湖，均为韩国船厂，分别占比 21.6%、21.5%、20.1%、13.3%。新签订单来看：截至 2023 年，按运力计，全球 LNG 运输船新签订单中，韩国主要造船厂占比 79.6%，中国主要造船厂占比 20.2%；前 4 名为现代重工、现代三湖、大连造船（中国）、三星重工，分别占比 47.3%、13.8%、10.8%、10.8%；目前纽威股份已成为韩国三星年度优秀供应商，有望深度受益造船需求景气红利。

图 41：全球 LNG 运输船 2023 年手持订单竞争格局

图 42：全球 LNG 运输船 2023 年新签订单竞争格局


数据来源：克拉克森研究，招商工业产研中心，西南证券整理

数据来源：克拉克森研究，招商工业产研中心，西南证券整理

2.3.4 核电阀门：常态化核准脚步渐进，中国核电阀门市场有望超百亿

核电阀门是核电站安全运行的关键部件。核电阀门指在核岛（NI, Nuclear Island）、常规岛（CI, Conventional Island）和辅助配套设施（BOP, Balance Of Plant）中使用的阀门，是核电站中使用数量较多的承压设备和介质输送控制设备，主要负责控制并调节介质的压力、温度、流向、流量，从而保护核电系统。细看分，核岛 NI 阀门主要负责核反应堆的冷却剂循环，调节和控制核反应，确保核能安全地转化为热能；常规岛 CI 阀门则通过汽轮机、管道、冷凝器等设备将热能转化为电能，技术要求相对较低；电站辅助设施 BOP 阀门则用于电站的冷却水、化学处理系统等辅助系统，技术难度相对较低，对密封性和材料选择有特别要求。

核电阀门约占核电站总投资的 2-3%，维修后市场空间大。根据《核电阀门的技术现状及发展方向》、《核电阀门国产化研究》等文章，以一座有 2 套百万千瓦级机组规模的压水堆型核电厂为例，阀门用量约 3 万台；AP1000 核电机组阀门用量在 2.2 万台左右；CPR1000 核电机组阀门用量在 2.89 万台左右；据新华社报道，“华龙一号”1 台机组阀门使用量在 1.8 万左右。以 AP1000 核电机组为例，整体看阀门投资额占核电厂总投资额的 2% 左右，其投资费用约占设备总投资的 5%-6%；另外在核电站 40-60 年的正常运行中，阀门是需要维修的主要设备，每年电站花费在阀门上的维修、更换费用占总维修额的 50% 以上。

表 10：核电站或核岛所需的各类阀门数量情况

分类方式		200 万 kW 级核电机组		AP1000 核电机组		CPR1000 核电机组	
		阀门数量(台)	占比	阀门数量(台)	占比	阀门数量(台)	占比
电 站 组 成	核岛（NI）	13000	43.5%	7500	35.5%	12700	43.8%
	常规岛（CI）	13500	45%	11200	50.9%	12800	44.5%
	辅助配套设施系统（BOP）	3500	11.5%	3300	13.6%	3400	11.7%
	合计	30000		22000		28900	
安 全 等 级	核岛-核一级	300	2.3%	104	1.4%	268	2.1%
	核岛-核二级	3900	30%	252	3.4%	3913	30.8%
	核岛-核三级	2860	22%	842	11.2%	2907	22.9%
	核岛-非核级	5940	45.7%	6302	84%	5612	44.2%
阀	核岛-闸阀	650	5.0%	323	4.3%	533	4.2%

分类方式		200万 kW 级核电机组		AP1000 核电机组		CPR1000 核电机组	
		阀门数量(台)	占比	阀门数量(台)	占比	阀门数量(台)	占比
门 类 型	核岛-蝶阀	741	5.7%	563	7.5%	660	5.2%
	核岛-截止阀	4368	33.6%	2145	28.6%	4445	35.0%
	核岛-隔膜阀	3406	26.2%	1680	22.4%	3327	26.2%
	核岛-球阀	1664	12.8%	1478	19.7%	1689	13.3%
	核岛-止回阀	936	7.2%	510	6.8%	927	7.3%
	核岛-安全阀	325	2.5%	240	3.2%	330	2.6%
	核岛-调节阀	455	3.0%	338	4.5%	597	4.7%
	核岛-其他阀	455	4.0%	225	3.0%	191	1.5%
驱 动 方 式	核岛-气动			378	5.0%	630	5.0%
	核岛-手动			6740	89.9%	10600	83.5%
	核岛-电动			120	1.6%	340	2.7%
	核岛-自动			720	9.6%	1390	10.9%
	核岛-水压驱动			24	0.3%	10	0.08%
	核岛-电磁驱动			104	1.4%	16	0.13%
	核岛-爆破驱动			24	0.3%		

数据来源:《核电阀门的技术现状及发展方向》,《核电阀门国产化研究》,西南证券整理

国内核电阀门厂商逐渐具备高端关键核电阀门生产能力,核 I 级阀门生产厂商 10 家。

核电级别阀门企业需要满足两个条件:取得核安全局颁发的民用核安全设备设计、制造许可证;符合使用单位要求,提供的产品必须是成熟产品。根据 QYResearch,全球核电阀门主要厂商有 Velan、Emerson、IMI Nuclear、KSB 等,全球 CR4 市占率约 30%,全球产地主要分布在北美、欧洲、中国和日本,其中北美是最大的生产地区,市占率约 30%。目前国产厂商中,仅有中核科技、纽威股份、江苏神通、沈高阀门、大连大高、上海阀门、上海良工等少数厂商具备核 I 级阀门生产能力,且产品种类较为单一;核 II 级、III 级阀门国内企业参与度较高。

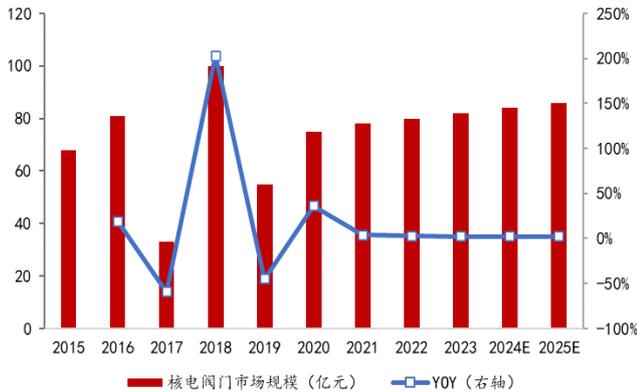
表 11: 核电阀门制造企业资质一览

核安全级别	设备类别	核安全级别		
		截至 2022 年底	截至 2023 年底	截至 2024 年 6 月
纽威股份(苏州纽威阀门股份有限公司)	阀门	1、2、3	1、2、3	1、2、3
上海阀门厂股份有限公司	阀门	1、2、3	1、2、3	1、2、3
鞍山电磁阀有限责任公司	阀门	1、2、3	1、2、3	1、2、3
大连大高阀门股份有限公司	阀门	1、2、3	1、2、3	1、2、3
上海良工阀门厂有限公司	阀门	1、2、3	1、2、3	1、2、3
上海自动化仪表有限公司	阀门	1、2、3	1、2、3	1、2、3
浙江三方控制阀股份有限公司	阀门	1、2、3	1、2、3	1、2、3
中船重工特种设备有限责任公司	阀门	1、2、3	1、2、3	1、2、3
中核科技(中核苏阀科技实业股份有限公司)	阀门	1、2、3	1、2、3	1、2、3
江苏神通(江苏神通阀门股份有限公司)	阀门	2、3	2、3	1、2、3
艾默生过程管理(天津)阀门有限公司	阀门	2、3	2、3	2、3

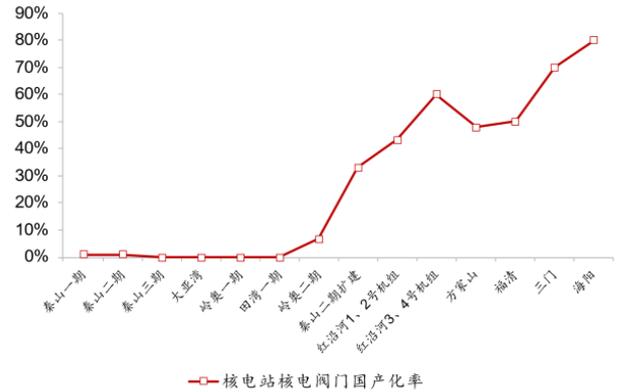
核安全级别	设备类别	核安全级别		
		截至 2022 年底	截至 2023 年底	截至 2024 年 6 月
艾默生自动化流体控制 (上海) 有限公司	阀门	2、3	2、3	2、3
哈电集团哈尔滨电站阀门有限公司	阀门	2、3	2、3	2、3
上海艾维科阀门股份有限公司	阀门	2、3	2、3	2、3
上海阀门五厂有限公司	阀门	2、3	2、3	2、3
纽威股份 (吴江市东吴机械有限责任公司)	阀门	2、3	2、3	2、3
吴忠市仪表有限责任公司	阀门	2、3	2、3	2、3
上海一核阀门股份有限公司	阀门	2、3	2、3	2、3
石家庄先楚核能装备股份有限公司 (石家庄阀门一厂)	阀门	2、核安全级	2、核安全级	2、核安全级
苏州高中压阀门厂有限公司	阀门	3	3	3
南通昆仑空调有限公司	阀门	核安全级	核安全级	核安全级
台山平安五金制品有限公司	阀门	2		
山东核电设备制造有限公司	阀门、管道和管配件	阀门 2, 其他 2、3	阀门 2, 其他 2、3	阀门 2, 其他 2、3
江苏科维仪表控制工程有限公司		2、3	2、3	2、3
江苏星河阀门有限公司		2、3	2、3	2、3
江苏盾安环控系统有限公司	风机、风阀	核安全级	核安全级	核安全级
南方风机股份有限公司	风机、阀门	核安全级	核安全级	核安全级
盈峰环境		核安全级	核安全级	核安全级
浙江金盾风机股份有限公司		核安全级	核安全级	核安全级

数据来源: 生态环境部《民用核安全设备持证单位信息》, 西南证券整理

我国核电阀门市场约 82 亿元, 国产化率提升快, 但高端核电阀门国产化率仍较低。根据华经产业研究院, 2023 年我国核电阀门市场规模约 82 亿元。我国核电站建设之初, 核电阀门高度依赖国外, 早一批核电站核级阀门国产化率基本为 0%, 仅有泰山一期、泰山二期的核级阀门中用约 1% 国产阀门, 2005 年开工的岭澳二期整体阀门国产化率仅 6.7%; 2009 年开工的红沿河 3、4 号机组核电阀门国产化率上升至 60%, 三门、海阳核电站核电阀门规划国产化率为 70%、80%, 由于当时国内厂家不满足美国 ASME 制造标准, 部分阀门无法实现国内供货, 实际国产比例低于目标值, 但核电站整体阀门国产化趋势明显, 且其中核三级及非核级阀门实现完全自主研发生产, 国产化基本达 100%。根据《核电阀门技术问题分析与前景展望》, 根据当前核电阀门设计水平, 目前我国核级阀门国产化率数量端可达 75%-80%, 20%-25% 阀门需要依靠进口, 以 AP1000 为例, 目前其核 I 级、核 II 级阀门国产化率达 60% 以上, 其他阀门全部实现国产化; 其中, 先导式安全阀、主蒸汽隔离阀、调节阀等关键阀门和核 I 级阀门等阀门的总数量不到核电阀门总数 15%, 价格占全部阀门价格 60% 以上, 国产化率相对较低。

图 43：2023 年，中国核电阀门市场规模约 82 亿元


数据来源：华经产业研究院等，西南证券整理

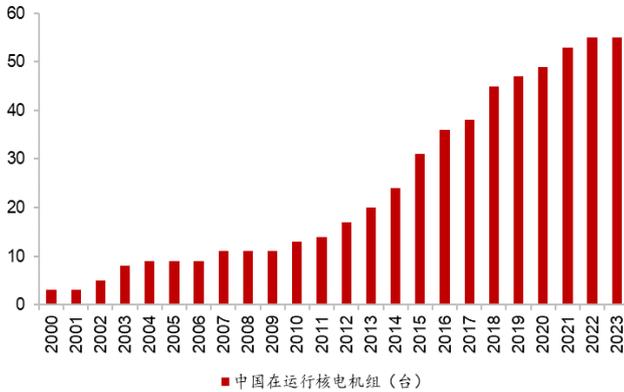
图 44：我国核电阀门国产化率目前约 70-80%


数据来源：《核电阀门国产化研究》，西南证券整理（三门、海阳为目标值）

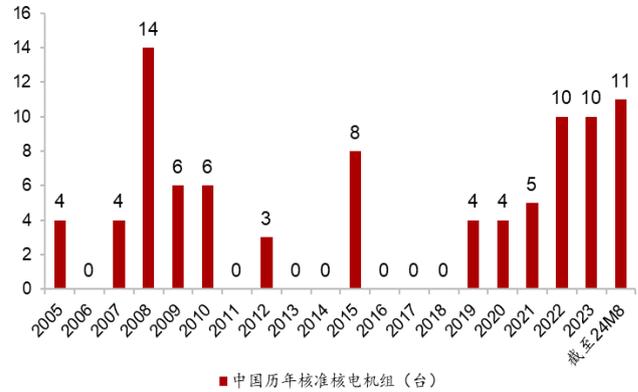
核电阀门需求主要来源于国内新建核电站和已建成核电站商业运行期间的维修更换需求。从交付节奏来看，阀门产品属于短周期设备，一般在电站开工前后半年内进行招标，一般在中标后的 2-3 年内进行交付，阀门设备一般分批发货，产品交货验收合格即确认收入。

中国核电行业发展已进入新常态，步入密集核准期，年新增 10-12 台核电机组对应核电阀门需求约 100-120 亿元。截至 2023 年，我国核电在运机组 55 台，2022 年以来新核准核电机组数量有所加速，2022、2023 及 2024 年核电机组已获得核准数量分别为 10、10、11 台，处于历史高位；在国家能源转型和“双碳”目标驱动下，核电进入积极有序发展阶段。《“十四五”现代能源体系规划》提出 2025 年我国核电运行装机容量将达 70GW 左右；据中国核能行业协会，到 2035 年核电装机量规划至 200GW；截至 2023 年，我国核电装机容量为 57.03GW，若单台机组装机容量为 1GW，2024-2035 年我国将有 143 台机组建成装机，年均新增 12 台左右。根据《2023-2028 年中国核电阀门行业市场需求与投资咨询报告》，阀门投资占核电机组投资额的 5%，用市场通用的 1250MW 的核电投资 200 亿元作为计算依据，每一个新增机组阀门需求约 10 亿元，每年建设 10-12 台核电机组对应阀门需求规模 100-120 亿元。

存量核电阀门维保市场有望超 37 亿元。据国际能源网披露，一座具有 2 台百万千瓦机组的核电站每年总维修费用在 1.35 亿元左右，每年阀门维修支出占维修总支出的 50%，阀门维修、更换费用达 6700 万元左右/年。目前在运机组单台容量提升，核电阀门维修方面，核电机组阀门一般日常大修每次费用在 0.8-1.2 亿元，二代机组通过技术改造，大部分已将大修周期由 12 个月延长至 18 个月，三代机组大修周期同样为 18 个月，即核电机组每 3 年大修 2 次。按照目前国内存量 55 台机组测算，单台装机容量每年维保存量机组的 2/3，假设每次单台机组的阀门维修费用 1 亿元，每年核电阀门维保市场约 $55 \times 2/3 \times 1 = 36.7$ 亿元。随着在运核电机组数量不断增加，未来核电阀门维保市场空间有望进一步打开。

图 45：2000-2023 年，中国在运行核电机组数量情况


数据来源：中国核能行业协会，西南证券整理

图 46：2005-2024M8，中国历年核准核电机组数量情况


数据来源：中国核能行业协会，国务院，西南证券整理

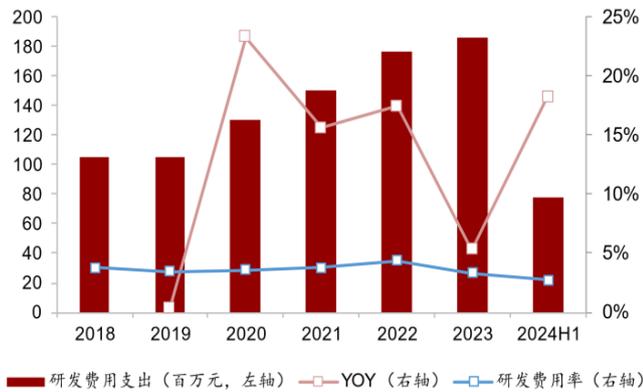
FPSO、核电阀门等新领域持续发力，纽威股份市场份额有望快速提升。2019 年，纽威取得核一级资质，同时与中广核、国核的联合开发了关键阀门样机；对比目前国内核电阀门市场企业中核科技、江苏神通，目前公司核电业务仍存在较大成长空间；2024 年上半年，公司成功获得一级闸阀、截止阀、止回阀等高端核电产品的整包采购，公司阀门技术实力强劲，随着与中广核、国核合作的加强，市场份额有望快速提升。海工船舶方面，2024 年上半年，公司成功承接多个国际 FPSO 项目，为海外客户提供大批量 FPSO 专用自控高压硬密封球阀、闸阀及止回阀等产品，积累了丰富的海工应用经验，为公司进一步拓展全球业务奠定坚实基础。

3 行业+客户持续拓宽，高景气赛道助力成长

3.1 技术+品牌+渠道，构筑业绩护城河

纽威股份内部重视深化工艺研究、产品技术和质量行业领先，外部积极拓宽客户，不断增强公司竞争力。公司多年来致力于阀门产品技术的自主创新和发展，公司坚持中高端阀门的产品定位，在中国、意大利、美国设有研发中心，保持研发投入，充分发挥技术研发优势，专注工艺进步，以特殊材料、特殊工艺的研发为切入点，在阀门的高端铸锻件生产技术、逸散性（低泄漏）控制技术、防火技术、高温高压技术、产品大型化、超低温技术、耐腐蚀技术、抗硫技术、智能控制技术、安全阀技术等方面不断突破，为公司带来持续的增长动力，核心竞争力。

核心竞争力之一：重视研发，不断实现技术突破。从研发投入来看，公司保持较高水平的研发投入，2018-2023 年公司研发费用支出总体呈现正常趋势，近年来公司营收增速较快，研发费用率整体略有下滑，但基本稳定在 3-4% 左右，为公司技术创新和产品升级提供持续动力。从研发人员数量来看，2019 年以来公司研发人员数据始终在 300 人以上，2023 年底研发人员数量为 352 人。

图 47：2024H1，公司研发费用支出同比增长 18.2%


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 48：2023 年，公司研发人员数量为 352 人


数据来源：Wind, 西南证券整理

核心竞争力之二：行业资质认证完善，拥有众多权威质量认证。阀门是流体输送系统中的重要控制部件，阀门的品质影响着产品或者整套系统的整体安全，国内外对于阀门的质量的要求也在逐步提高，通过国际标准的认证，不仅能有效清除进入国际市场的壁垒，也是产品质量的有力保证。纽威股份成立了工艺研究部门对阀门生产工艺进行研究，并开发全套先进的检验和测试设备来控制从毛坯到成品的整个生产过程的质量，现已通过所有主要行业资质认证，涵盖 50+ 国际质量相关认证，是国内阀门企业中获得资质最多的企业。

表 12：纽威股份拥有的主要行业权威认证（不完全统计）

产品	资质认证
通用行业	TA-Luft、API624、ISO15848 产品低泄漏证书；球阀顺利通过 API641 型式认证；高温高压浮动球阀成功通过劳氏认证；安全阀获得 ASME 认证及 NB 认证；中线蝶阀通过美国 UL 认证等
核电行业	国家核安全局的核电阀门设计制造许可证；美国 ASME 核电阀门 N 钢印及 NPT 钢印资格
油气行业	欧盟、德国、加拿大、俄罗斯等承压证书和欧盟防爆证书；API607、API6FA 等产品防火证书
造船行业	挪威船级社 (DNV) 的 ISO9001 认证；中国、美国、法国、俄罗斯、劳式等船级社批准
阀门锻件领域	ISO9001, CE-PED, AD2000 等、民用核安全机械设备设计/制造许可证及 ASME 认证
阀门铸件领域	ISO9001, CE-PED, AD2000, 核安全 1 级等资质认证，苏州铸造厂实验室获得 CNAS 认可，获 CCS, ABS, DNV, LR, BV 等多家船级社批准，4A/5A/6A 双相钢通过挪威石油标准化组织 (NORSOK) 审核

数据来源：公司公告, 西南证券整理

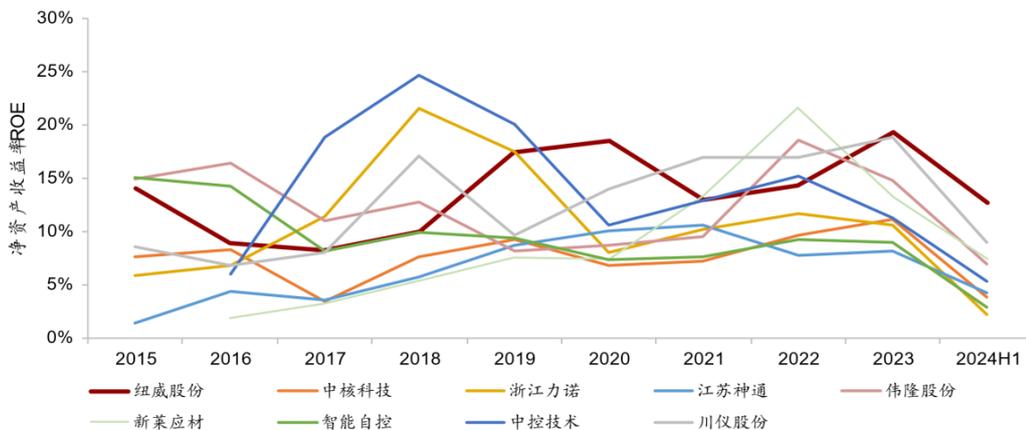
核心竞争力之三：全球多层次营销网络布局，中高端客户联系紧密。公司海外布局覆盖全球，在美洲、欧洲、东南亚、中东、非洲等地设立销售子公司或办事处，负责当地市场的开拓和运营；在需求旺盛的地区设立地区库存中心，储存公司的阀门产品，即时满足客户的日常采购需求；在全球有近百家代理和分销商，覆盖五大洲超过 80 个国家，形成多层次营销网络体系，能够及时响应并满足客户的日常采购需求，为客户提供高效服务。公司已取得全球十大石油公司合格供应商资格批准或者成为其战略供应商，是国内阀门行业获得大型跨国企业集团批准最多的企业，并与 SHELL 壳牌、TOTAL 道达尔、中石油、中石化等全球能源行业巨头众多大型跨国企业集团建立了稳固的长期合作关系，铸就高忠诚度客户护城河。

表 13: 纽威股份拥有国内外众多行业龙头客户 (不完全统计)

行业	细分领域	国内	海外
油气上游	陆地勘探&生产、 浮式生产存储单元、 深海开采、液化天然气	中石油、中石化、中海油、恒力石化和万华化学等	沙特阿拉伯国家石油公司 (Saudi Aramco)、埃克森美孚 (ExxonMobil)、伊朗国家石油公司、委内瑞拉国家石油公司、英国石油公司 (BP)、荷兰皇家壳牌集团 (Shell)、雪佛龙 (Chevron)、俄罗斯天然气公司、康菲石油等
油气中游	油气管线输送、装卸&存储系统造船、矿业等		
油气下游	-精练&石油化工、基础化工、煤化工、空分等		
海工造船	FPSO、FLNG、LNG 运输船等	中国船舶、扬子江造船、招商局等	韩国现代等
电力行业	核电、地热发电、生物发电、海风风电、燃煤发电等	中广核等	道达尔能源 (Total Energies) 等

数据来源: 公司官网, 公司公告, 西南证券整理

核心竞争力之四: 纽威股份近年来净资产收益率 ROE 提升, 处于行业较高水平。 2015-2020 年, 公司 ROE 先下滑后提示, 主要系公司业务结构影响, 毛利率、净利率有所波动导致; 2021 年以来, 受益于公司下游景气度提升、海外市场需求提升等影响, 公司海外业绩增长显著拉动公司整体业绩增长, 公司 ROE 随之从 2021 年的 12.9% 提升至 2023 年底的 19.3%; 2024 年上半年, 公司 ROE 为 12.6%, 同比 2023 年同期提升 2.5pp; 与可比公司相比, 2023 年以来公司 ROE 已经处于行业领先水平。

图 49: 纽威股份净资产收益率 ROE 处于国内同行领先水平


数据来源: Wind, 西南证券整理

3.2 产业链垂直整合, 高景气赛道助力成长

公司主营中高端阀门产品, 下游行业覆盖广泛。公司坚持中高端阀门的产品定位, 充分发挥技术研发优势, 专注工艺进步, 以特殊材料、特殊工艺的研发为切入点, 在核电、精细化工、水务等阀门细分领域实现技术突破, 产品广泛应用于石油天然气开采与运输、炼化与化工、船舶海工、煤化工、空分、核电、电力、矿业等领域, 并且在多个领域取得较好的应用业绩。同时公司具备为石油天然气、化工、电力等行业提供基本覆盖全行业系列产品组合的能力, 是行业内较少的全套阀门解决方案供应商。

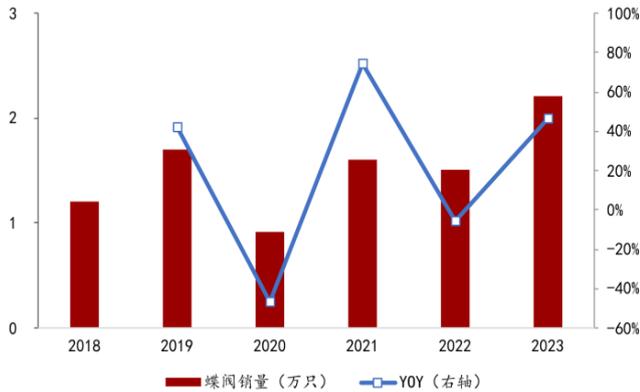
表 14：公司产品下游覆盖领域广阔

下游产业	适用产品	代表项目
陆地勘探&生产	石油天然气上游领域的 API 6A 阀门、井口装置；烃类流体收集等阀门	PTTEP F12 GAS DEVELOPMENT PROJECT (泰国)
深海开采	水下闸阀和水下球阀	中海油文昌 9-2/9-3/10-3 气田群项目
液化天然气	超低温闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀及调节阀	新奥 LNG 接收站项目 (中国)；QGC QCLNG (澳大利亚)
油气管线输送	降低管路压损的管线阀门，如固定球阀、平板闸阀、全开式止回阀等	中油物装-中俄东线天然气管道项目
电力	公司生产的电力行业阀门已获得防火、低泄露、SIL、等证书，能够满足电力行业客户的各类需求	Southern Power Generation SdnBhdTrack 4A (马来西亚)；
核电	不同核安全等级要求的闸阀、截阀、止回阀、球阀、蝶阀等	法电 NNB 辛克立角 C 项目 (英国)；中广核防城港核电项目 (中国)；中广核台山核电站项目 (中国)
矿业	硬密封球阀、偏心蝶阀、角阀、刀闸阀、特材阀门等	QSTEC 多晶硅厂项目 (卡塔尔)；阿尔特维拉氧化铝精炼厂全球铝项目 (阿联酋)

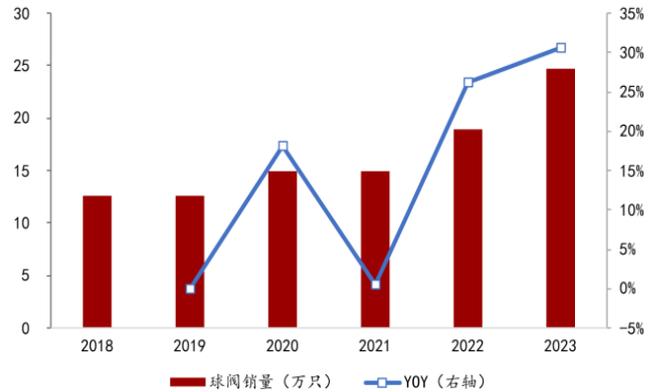
数据来源：公司官网，西南证券整理

产能稳步爬坡，中高端阀放量提升盈利能力。公司目前拥有四个苏州泰山阀门、石油设备工厂、东吴机械安全阀、苏州通安新厂，在 2014 年、2015 年对石油设备工厂、苏州泰山阀门进行扩建，苏州通安新厂 2023 年正式投产；多次扩建和新厂投产使公司在自动控制类高性能阀门的产品质量和生产效率方面获得提升。公司另有规划海外生产基地项目，2024 年 6 月公告将投资 2700 万美元设立越南子公司。且近年来公司产品高端化持续取得突破，如高压硬密封急切断球阀、偏心半球、BDO 装望超高压截止阀、大口径高温蝶阀等高端产品均成功交付；高端阀门产能快速释放，2023 年球阀、蝶阀销量分别为 2.2 万只、24.7 万只，分别同比+46.4%、+30.6%。未来随着公司通安新工厂产能利用率提升、海外基地建成投产，公司盈利能力有望再提升。

公司积极进行产业链垂直整合，提升阀门产品质量水平。超低温和油气炼化行业对其使用的阀门均有超高的品质要求，铸件锻造技术是影响阀门品质的关键因素之一；目前纽威股份拥有三家专业的阀门铸件生产配套企业，一家专业的阀门锻件生产配套企业，已经在苏州、大丰以及溧阳区域分别建立 4 个生产基地，可以生产各种碳钢、不锈钢、合金钢铸锻件。因此，公司能够自上而下实现原料生产、阀门设计、磨具与加工全环节、产品销售覆盖，并产生协同效应，同时通过产业链的垂直整合能够降低成本，减少受原材料价格波动的影响。此外，2024 年 8 月公司发布公告，子公司纽威工业材料（大丰）拟用 2.2 亿元自有资金扩产铸件产能，项目建成后将新增年产碳钢精密铸件 5000 吨、不锈钢精密铸件 5000 吨，年产值约 2.6 亿元，预计建设期为 2025 年 3 月-2026 年 4 月，建设周期为 14 个月（以项目动工开始计）；此次扩建将进一步增强公司高端精密铸件的生产制造能力，提升公司资源垂直整合的能力。

图 50：2023 年，公司蝶阀销量同比增长 46.4%


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 51：2023 年，公司球阀销量同比增长 30.6%


数据来源：Wind, 西南证券整理

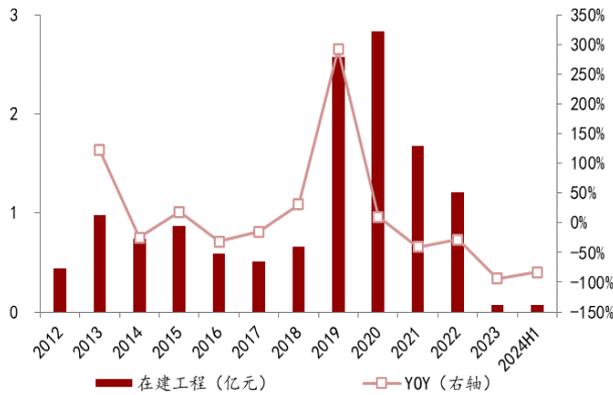
表 15：阀门铸件生产及其配套子公司或基地情况

子公司或工厂		年产能	主要产品	建设时间	投产时间	面积	
阀门生产	苏州泰山厂（阀门厂）	50 亿元	公司最大阀门生产基地（各种产品）	2006 年投产	2015 扩建	23 万 m ²	
	石油设备工厂	3 亿元	井口、采油树、钻井管汇、水下设备等等石油设备；2020 年建立纽威越南工厂	2007 年	2014 扩建	3.3 万 m ²	
	东吴机械安全阀厂	1.3 亿元	安全阀为主	2007 收购		3 万 m ²	
	苏州通安新厂	10-15 亿/年	蝶阀及其他各种锻造阀门智能制造工厂	2019 年成立	2023 年投产	6.7 万 m ²	
阀门生产配套	纽威工业材料（大丰）	大丰工厂	精铸件 1.44 万吨/年	熔模铸造，各种精铸件	2004 年	2004 年	4.6 万 m ²
			建成后年产碳钢精密铸件 5000 吨、不锈钢精密铸件 5000 吨	2024 年 8 月公告拟进行高端精密铸件制造项目投资，年产值约 2.6 亿元	预计建设期 2025 年 3 月-2026 年 4 月；总投资 2.2 亿元		3.62 万 m ²
	纽威工业材料（苏州）	苏州工厂	砂铸件 2.16 万吨/年	各类砂铸件	2006	2008 年投产 2015 年扩建	11.25 万 m ²
	溧阳锻造	溧阳锻造厂	精密锻件 5 万吨/年	精密锻件（自由锻、环形锻）	2019 年	2020 年	5 万 m ²
溧阳铸造厂		砂铸件 1.8 万吨/年	各类砂铸件	2019 年	2021 年	11.3 万 m ²	

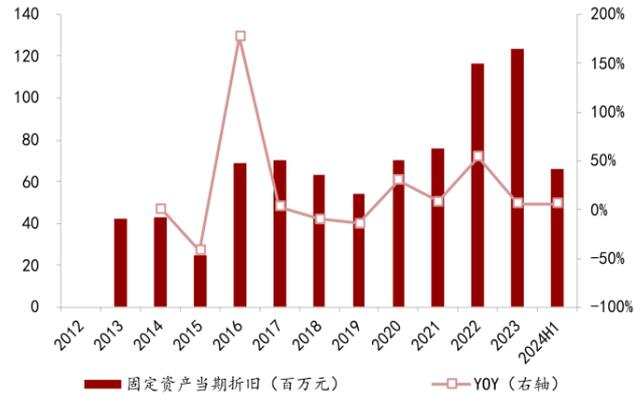
数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

当前大额资本开支阶段结束、盈利能力强的新业务占比提升，公司盈利能力有望持续提升。2019-2022 年，公司对溧阳锻造厂进行扩建改造、新建苏州通安新厂等，整体进行了较大规模的厂房、设备等资本开支；2023 年公司在建工程仅 700 万元，同比下降 94%；从固定资产的折旧摊销来看，公司房屋及建筑物、机器设备、运输设备等采用的方法均为年限平均法折旧，2020-2021 年公司当年固定资产折旧在 0.7 亿元-0.8 亿元，2022-2023 年随着溧阳锻造厂等厂房投产固定资产折旧增长至 1.2 亿元左右，对公司铸件、锻件等业务的毛利产生较大影响。2024 年上半年，公司当期固定资产折旧为 0.66 亿元，其中房屋及建筑物折旧 0.2 亿元、机器设备折旧 0.3 亿元，基本持平 2023 年同期；2024 年上半年，公司固定资产净值为 13.1 亿元，其中房屋及建筑物账面价值为 6.6 亿元、机器设备账面价值仅为 5.6 亿元。目前公司业务步入稳定运营阶段，随着后续折旧摊销减少与工厂产能利用率提升，有望带来

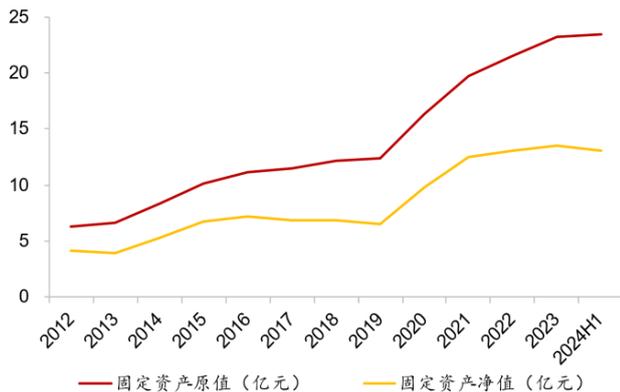
EPS 的提升与市场对公司的价值重估。另外，公司近年来新切入的海工船舶、核电、水处理等阀门行业是准入门槛更高、利润空间大的领域；参考国内行业竞争对手，核电阀门毛利率约 38-40%，新业务占比的提升有望结构性拉升公司整体盈利水平。

图 52：2021 年以来，公司在建工程投资持续下降


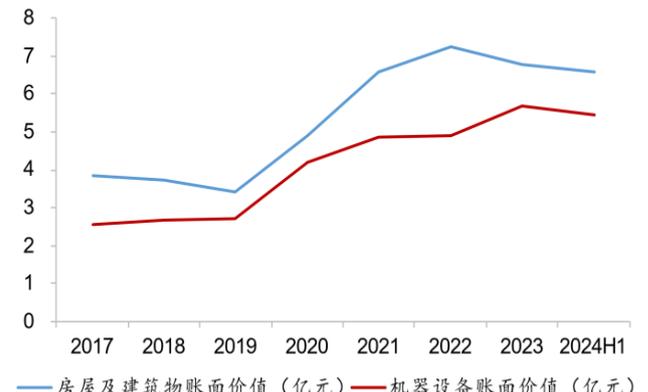
数据来源：Wind，西南证券整理

图 53：2024H1，公司固定资产当期折旧为 0.66 亿元


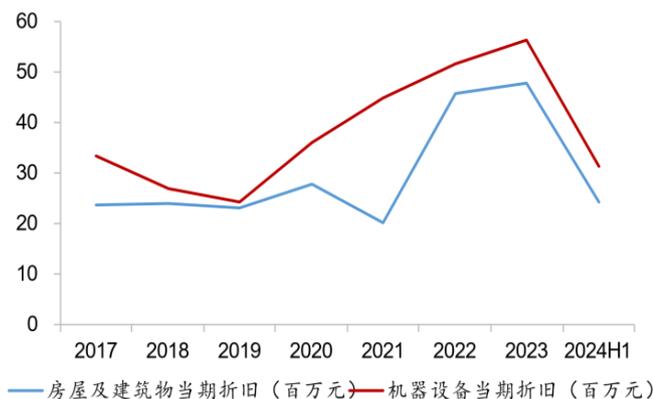
数据来源：Wind，西南证券整理

图 54：2024 年上半年，纽威股份固定资产净值为 13.1 亿元


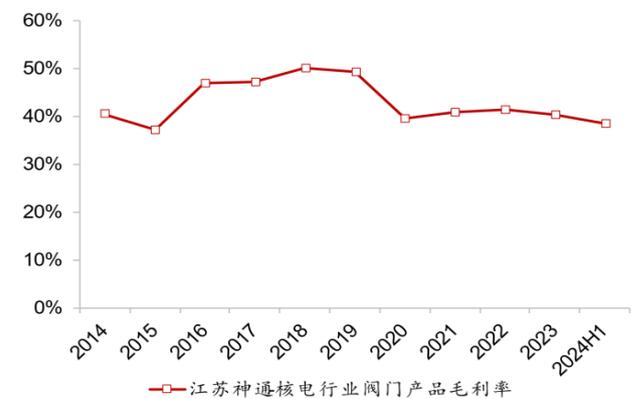
数据来源：Wind，西南证券整理

图 55：2024 年上半年，纽威股份机器设备账目价值为 5.6 亿元


数据来源：Wind，西南证券整理

图 56：2024 年上半年，纽威股份机器设备当期折旧为 0.3 亿元


数据来源：Wind，西南证券整理

图 57：2020 年以来，江苏神通核电行业阀门毛利率约 40%


数据来源：Wind，西南证券整理

3.3 国内外双轮驱动，全球化布局优势凸显

公司积极推进全球产业规模建设，全球化布局优势凸显。纽威股份积极推进全球产业规模建设，子公司业务范围覆盖全球主要市场，目前已在海外美国、荷兰、意大利、新加坡、迪拜、尼日利亚设立 6 个子分公司，具备国内领先的全球服务能力。公司于 2023 年 12 月公告将投资 800 万美元设立沙特子公司，2024 年 6 月公告将投资 2700 万美元设立越南子公司，海外子公司的丰富将进一步提升公司产能规模、增强公司的生产能力。

表 16：纽威股份海外全资子公司概况

海外全资子公司	子公司所在地	覆盖区域	设立时间	子公司主要业务
纽威阀门 (美国)	美国休斯敦	美洲	2009	为石油天然气、化工、管线、电力等行业提供专业的工业阀门解决方案
纽威阀门 (荷兰)	荷兰鹿特丹	西欧、北欧	2011	为石油天然气、化工、电力、造船、核电等行业客户提供包括闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀及其他工业阀门的解决方案
纽威阀门 (意大利)	意大利米兰	南欧、北非	2012	为石油天然气、化工、管线、电力等行业提供服务和支持；子公司成立全球采购中心，采购原材料和阀门配件，是全球研发中心
纽威阀门 (新加坡)	新加坡	东南亚、澳洲及新西兰	2013	主要负责东南亚、澳洲及新西兰的阀门销售和服务支持
纽威阀门 (迪拜)	迪拜 JLT 自贸区	中东	2013	为当地油气等业主、工程公司提供全套工业阀门解决方案
纽威阀门 (尼日利亚)	尼日利亚拉各斯莱基自贸区	西非	2019	定标非洲市场石油天然气、化工、管线和 FPSO 行业，为石油巨头、当地石油天然气业主和 EPC 提供全套工业阀门解决方案
纽威石油设备 (沙特)	沙特阿拉伯达曼工业区	沙特等	2023 年 12 月公告；建设中	拟投资自有资金约 800 万美元；拟经营范围：油气钻采设备制造，工业阀门制造，工业自动控制系统制造，机械零部件制造及加工，执行机构制造，设备整机及配件销售与服务
纽威阀门 (越南)	越南巴地—头顿省坦赭县	东南亚	2024 年 6 月公告；筹备中	拟投资自有资金约 2700 万美元；拟经营范围：制造工业阀门及管线控制设备，销售自产产品并提供相关售后服务，受托加工阀门产品及零件

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

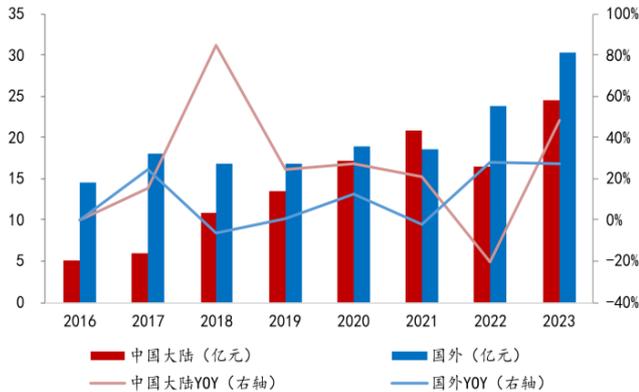
公司下游多行业拓展顺利，国内外营收均实现增长。2022 年以来，公司不断深化与国内外高端用户的共同发展，收入业绩稳定增长一方面佐证了公司拓品类、拓客户、提份额的增长路径，另一方面也证实公司切入客户后能够树立起较高护城河的竞争优势。

海外业务：纽威股份自海外业务起家，海外营收占比长期高于国内。海外市场具有相对较高的进入门槛，国内大多阀门厂仅作为海外品牌的代工厂存在，不具备出海能力。但纽威自创立之初就以海外布局为根基，在国际市场具有较高知名度，且 2022 年以来，海外高端客户扩大公司可供应产品范围，公司前期布局的产品、资质、积累的品牌口碑开始变现，海外营收和订单提升迅速。2023 年，公司海外业务实现营收 30.3 亿元，同比增长 27.4%，占比达 54.6%，毛利率为 32.0%，同比提升 5.9pp，毛利率提升主要系海外 LNG、氢能等行业占比高。

国内业务：近年来，公司国内业务除了传统的石化行业以外，在精细化工、光伏等市场领域快速扩大，且公司产品在核电、海工、超低温、低泄露环保等应用领域不断取得突破，打破国外垄断，引领高端阀门的国产化进程。2023 年，公司国内市场实现营收 24.5 亿元，

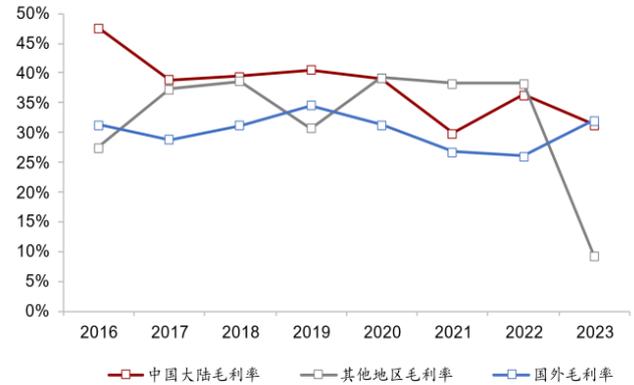
同比增长 48.2%，占比提升至 44.1%，毛利率为 31.3%，同比下降 5.02pp，毛利率下滑主要系国内传统行业竞争加剧。

图 58：2023 年，海外业务实现营收 30.3 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

图 59：2023 年，海外业务毛利率实现提升



数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) 工业阀门板块：公司阀门产品主要“以销定产”，且公司主要通过参下游终端用户的建设工程项目招标取得阀门采购订单，产品跟随项目具备较大差异性，偏定制化；目前公司深耕传统的石化行业的同时，LNG、氢能、光伏等行业的占比持续提升，且下游行业高景气，考虑公司 2023 年订单高增长，部分订单 2024 年交付，根据签订订单及交付节奏我们预计 2024-2026 年该业务板块营收整体增速有望为 20%、16%、13%；随着公司毛利率高的 LNG、核电、海洋工程等阀门产品占比提升，预计该板块毛利率小幅增长。

2) 零件板块：零件业务主要是指提供轴承、齿轮等环锻件，预计 2024-2026 年板块业务增速有望稳定在 20%、20%、20%；受下游竞争加剧影响，预计 2024-2026 年该板块毛利率小幅下滑后保持稳定。

3) 铸件和锻件板块：铸件和锻件板块主要系公司阀门产品配套设施，主要生产精铸件和精锻件，部分自用，部分外销；随着公司 2023 年公司原有厂房扩建已经投入使用，预计 2024-2026 年铸件板块和锻件板块业务增速均有望为 15%、15%、15%；考虑到厂房及设备折旧减少、2024 年以来原材料价格下降，锻件业务毛利率有望同比 2023 年有明显提升；铸件板块业务体量较小，年度毛利率波动较大，预计 2024-2026 年改板块毛利率维持近年平均。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 17：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入	5544.46	6659.85	7759.78	8769.66
	增速	36.59%	20.12%	16.52%	13.01%
	毛利率	31.40%	33.14%	33.62%	34.10%
工业阀门板块	收入	5124.31	6165.85	7178.68	8085.79
	增速	35.91%	20.33%	16.43%	12.64%
	毛利率	31.46%	33.50%	34.00%	34.50%
零件板块	收入	216.65	259.98	311.98	374.37
	增速	23.05%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	58.27%	45.00%	45.00%	45.00%
锻件板块	收入	131.35	151.05	173.71	199.77
	增速	68.03%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	-3.68%	5.00%	5.00%	5.00%
铸件板块	收入	1.52	1.75	2.01	2.31
	增速	19.69%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	57.89%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	收入	70.63	81.22	93.41	107.42
	增速	112.48%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	9.34%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取和公司同属于阀门或流程工业自动化控制领域的中核科技、新莱应材、中控技术作为可比公司，3家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 23、17、16 倍。公司为国内工业阀门龙头，下游覆盖领域广泛，且在手订单高，国内外业务双发力，有望形成较强业绩支撑；预计公司 2024-2026 年归母净利润为 9.1、10.6、12.1 亿元，对应 EPS 为 1.20、1.39、1.59 元，当前股价对应 PE 为 18、16、14 倍，未来三年归母净利润复合增长率 19%，给予公司 2025 年 20 倍 PE，对应目标价 27.80 元，维持“买入”评级。

表 18：可比公司估值（截至 2024 年 10 月 17 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
000777.SZ	中核科技	16.29	0.74	0.94	1.29	1.29	22.01	17.30	12.64	12.64
300260.SZ	新莱应材	23.15	0.81	1.15	1.51	1.51	28.56	20.08	15.34	15.34
688777.SH	中控技术	49.65	1.44	1.65	2.03	2.48	34.48	30.11	24.46	20.06
可比公司平均值							28.35	22.50	17.48	16.01

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

1) 下游行业景气下行。公司阀门产品需求主要跟下游行业的资本开支密切相关，若下游行业景气度下行，相关资本开支缩减，将影响公司阀门产品的需求，进而影响公司的经营情况。

2) 海外市场发展不确定性风险。公司国际化稳步发展，国际市场发展、国外经济增长仍存在不确定性，若市场竞争加剧或海外市场需求下滑，可能对公司销售规模和效益产生影响。

3) 原材料成本上行风险。公司阀门产品的成本构成中，直接材料成本占比约 75-80%，占比高，若原价料价格波动较大，将会影响公司的经营情况。

4) 新建产能项目进度或不及预期的风险。公司目前对海外工厂及国内工厂有产能扩张规划，若项目进度不及预期，将会影响公司的业绩。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5544.46	6659.85	7759.79	8769.66	净利润	734.16	929.43	1076.24	1229.57
营业成本	3803.49	4452.98	5150.68	5779.43	折旧与摊销	161.39	126.36	126.36	126.36
营业税金及附加	39.31	59.94	69.84	87.70	财务费用	-41.20	69.40	100.91	130.55
销售费用	432.96	526.13	613.02	692.80	资产减值损失	-24.30	-90.00	-90.00	-100.00
管理费用	189.00	479.51	558.70	631.42	经营营运资本变动	-334.16	-416.50	-423.08	-431.62
财务费用	-41.20	69.40	100.91	130.55	其他	141.11	189.33	92.01	290.77
资产减值损失	-24.30	-90.00	-90.00	-100.00	经营活动现金流净额	637.00	808.03	882.44	1245.63
投资收益	-81.71	-79.10	-88.81	-98.56	资本支出	72.42	-30.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	2.36	1.58	1.70	1.77	其他	-321.45	-77.52	-87.12	-96.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-249.02	-107.52	-102.12	-111.79
营业利润	825.67	1084.37	1269.51	1450.97	短期借款	-37.13	-36.27	-50.00	-50.00
其他非经营损益	23.30	9.08	4.14	4.14	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	848.97	1093.45	1273.65	1455.11	股权融资	107.23	0.00	0.00	0.00
所得税	114.81	164.02	197.42	225.54	支付股利	-269.66	-144.36	-182.72	-211.60
净利润	734.16	929.43	1076.24	1229.57	其他	153.33	-162.83	-150.91	-130.55
少数股东损益	12.36	15.85	18.24	20.91	筹资活动现金流净额	-46.22	-343.46	-383.63	-392.15
归属母公司股东净利润	721.80	913.58	1057.99	1208.66	现金流量净额	347.53	357.05	396.69	741.69
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1168.28	1525.33	1922.02	2663.71	成长能力				
应收和预付款项	2319.78	2943.70	3415.12	3831.40	销售收入增长率	36.59%	20.12%	16.52%	13.01%
存货	2253.36	2680.45	3239.19	3571.93	营业利润增长率	51.05%	31.33%	17.07%	14.29%
其他流动资产	442.36	252.57	264.50	275.45	净利润增长率	54.78%	26.60%	15.79%	14.25%
长期股权投资	11.60	11.60	11.60	11.60	EBITDA 增长率	53.19%	35.34%	16.92%	14.10%
投资性房地产	4.95	4.95	4.95	4.95	获利能力				
固定资产和在建工程	1353.40	1279.08	1189.76	1100.43	毛利率	31.40%	33.14%	33.62%	34.10%
无形资产和开发支出	150.78	128.75	106.72	84.68	三费率	10.47%	16.14%	16.40%	16.59%
其他非流动资产	174.08	174.08	174.08	174.08	净利率	13.24%	13.96%	13.87%	14.02%
资产总计	7878.59	9000.50	10327.92	11718.24	ROE	19.20%	20.36%	19.72%	18.98%
短期借款	636.27	600.00	550.00	500.00	ROA	9.32%	10.33%	10.42%	10.49%
应付和预收款项	2106.22	2580.10	3001.94	3335.18	ROIC	17.84%	23.46%	24.97%	26.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.06%	19.22%	19.29%	19.47%
其他负债	1312.42	1255.01	1317.07	1406.17	营运能力				
负债合计	4054.91	4435.11	4869.01	5241.35	总资产周转率	0.75	0.79	0.80	0.80
股本	760.39	760.85	760.85	760.85	固定资产周转率	4.18	5.15	6.52	8.08
资本公积	914.11	913.65	913.65	913.65	应收账款周转率	2.62	2.55	2.46	2.43
留存收益	2105.97	2875.19	3750.47	4747.54	存货周转率	1.66	1.71	1.70	1.68
归属母公司股东权益	3740.81	4466.67	5341.94	6339.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.86%	—	—	—
少数股东权益	82.87	98.72	116.97	137.87	资本结构				
股东权益合计	3823.68	4565.39	5458.91	6476.88	资产负债率	51.47%	49.28%	47.14%	44.73%
负债和股东权益合计	7878.59	9000.50	10327.92	11718.24	带息债务/总负债	15.69%	13.53%	11.30%	9.54%
					流动比率	1.55	1.69	1.84	2.00
					速动比率	0.99	1.08	1.17	1.31
					股利支付率	37.36%	15.80%	17.27%	17.51%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	945.85	1280.13	1496.78	1707.88	每股收益	0.95	1.20	1.39	1.59
PE	22.73	17.96	15.50	13.57	每股净资产	4.92	5.87	7.02	8.33
PB	4.39	3.67	3.07	2.59	每股经营现金	0.84	1.06	1.16	1.64
PS	2.96	2.46	2.11	1.87	每股股利	0.35	0.19	0.24	0.28
EV/EBITDA	16.91	12.15	10.06	8.36					
股息率	1.64%	0.88%	1.11%	1.29%					

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。

西南证券研究发展中心

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	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn