



永磁螺杆机全国领先，凸显成长性

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 空压机为通用机械，市场规模约600亿元，其中螺杆空压机产量50-60万台/年，对应150亿元左右的市场空间，公司螺杆空压机营收市占率不足5%，提升空间大。2) 空压机行业市场集中度低，未来有望向头部企业集中。无油螺杆机、离心机等高端产品国产化率不足10%，国产替代空间大。3) 公司自主研发螺杆主机，永磁螺杆机领域占据全国领先地位，逐步提升市占率。2019-2023年营收CAGR为11%，归母净利润CAGR为12%，高于行业4%的增速。螺杆机毛利率30%以上，高于行业平均。
- 空压机为通用机械，市场规模约600亿元，高效节能为行业发展趋势。**空压机压缩机属于通用设备，广泛应用于机械制造、石化化工、矿山冶金、纺织服装、医疗、食品、水泥、污水处理、电力行业等领域，其中螺杆空压机为空压机的重要细分品类。我国空压机市场规模由2016年的491.7亿元增长至2021年的605.5亿元，CAGR为4.3%，其中螺杆空压机产量50-60万台/年，如果按照均价2.5万元/台进行测算，对应150亿元的市场空间。空压机耗电量约占大型工业设备（如风机、水泵、锅炉等）总耗电量的15%，占全国发电总量的9%左右。随着节能减排政策的大力推进，空压机下游客户对于能效要求越来越高。节能空压机体现的能耗优势和效率优势明显，需求处于快速上升期。
- 空压机行业竞争格局分散，无油螺杆、离心机等高端产品国产替代空间大。**空压机行业市场集中度低，以阿特拉斯、英格索兰为代表的国际品牌在高端市场占据主要份额；东亚机械等自主掌握螺杆机研发、生产技术的国内优质企业占据中高端市场，具备成本和价格优势；低端市场产品同质化程度高，竞争激烈。无油螺杆机压缩后的气体不含油，可以满足食品、医疗、电子、半导体等对空气洁净度有严苛要求行业的需求；离心式空压机的排气量、排气压力及其范围均较大，主要应用在电子、钢铁、石油化学、造船、电力及汽车等大型制造领域。无油螺杆机、离心机等高端产品国产化率不足10%，国产替代空间大。
- 公司永磁螺杆机技术领先，逐步提升国内市占率。**螺杆主机是螺杆空压机核心部件，其性能直接决定了整机的性能水平和产品质量。公司自主研发螺杆主机，掌握60余种型线设计，旗下品牌“捷豹 JAGUAR”空压机，在永磁螺杆机领域常年占据全国领先地位，2018至2021年连续四年工信部“能效之星”排名榜首。2019-2023年营收CAGR为11%，归母净利润CAGR为12%，高于行业4%的增速。螺杆机毛利率30%以上，高于行业平均。公司延伸高端产品线，真空泵、无油螺杆机逐渐形成销售，并完成离心式压缩机开发，未来加快推向市场。公司目前产能6-7万台，可转债项目达产后将提升至10万台。和阿特拉斯对比看，阿特拉斯值得学习的发展方式包括：收购实现多品牌运作、重视技术创新和服务、持续股权激励等，目前东亚机械营收规模较小，但是同样重视技术以及核心人员的激励，在外延并购发展以及服务收入方面仍有进步空间。
- 盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年归母净利润分别为2.3、2.8、3.4亿元，对应PE分别为18、15、12X，未来三年公司营收复合增长率为22%，归母净利润复合增长率为28%，显著优于行业。给予公司2025年18倍PE，对

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：周鑫雨
执业证号：S1250523070008
电话：021-58351893
邮箱：zxyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.82
流通A股(亿股)	2.46
52周内股价区间(元)	6.27-12.0
总市值(亿元)	40.28
总资产(亿元)	22.50
每股净资产(元)	3.77

相关研究

应目标价 13.14 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**固定资产投资放缓导致需求增速放缓风险、市场竞争加剧的风险、原材料价格波动的风险、新产品拓展不及预期的风险。



指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	958.59	1175.94	1427.05	1733.17
增长率	20.60%	22.67%	21.35%	21.45%
归属母公司净利润 (百万元)	163.04	227.54	277.72	339.70
增长率	2.04%	39.56%	22.05%	22.32%
每股收益 EPS (元)	0.43	0.60	0.73	0.89
净资产收益率 ROE	12.51%	15.18%	16.05%	16.86%
PE	25	18	15	12
PB	3.09	2.69	2.33	2.00

数据来源：Wind，西南证券

目 录

1 东亚机械：国内领先的压缩空气系统解决方案提供商	1
1.1 公司生产活塞机起家，永磁螺杆机全国领先.....	1
1.2 公司毛利率 30%以上，经营现金流充沛.....	2
2 空压机行业市场空间广阔，高效节能为行业发展趋势	5
2.1 空压机为通用机械，其中螺杆式应用广泛.....	5
2.2 空压机行业规模约 600 亿元，市场集中度较低.....	7
2.3 无油螺杆、离心机等高端空压机起量，国产替代持续推动.....	11
3 公司永磁螺杆机技术领先，逐步提升国内市占率	14
3.1 产品能效水平处于领先地位，盈利能力高于行业平均.....	14
3.2 无油螺杆、离心机高端产品逐步放量，海外市场进一步打开成长空间.....	18
3.3 公司产能充足，可转债项目投产后预计达到 10 万台.....	20
4 他山之石：复盘海外巨头阿特拉斯的成长之路	21
4.1 阿特拉斯百年历史企业，布局四大业务.....	21
4.2 发展核心要素：收购实现多品牌运作、重视技术创新和服务、持续股权激励.....	23
5 盈利预测与估值	26
5.1 盈利预测.....	26
5.2 相对估值.....	27
6 风险提示	27

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司有 5 个事业部.....	2
图 3: 公司股权集中度高.....	2
图 4: 2019-2023 年营收 CAGR=11%.....	3
图 5: 2019-2023 年归母净利润 CAGR=12%.....	3
图 6: 近三年公司毛利率维持 30%以上, 净利率 20%左右.....	3
图 7: 公司期间费用率在 12%左右.....	3
图 8: 公司螺杆机营收占比 80%以上.....	4
图 9: 公司螺杆机毛利率在 30%以上.....	4
图 10: 公司经营活动现金流量净额和净现比情况.....	4
图 11: 公司合同负债逐年增长.....	4
图 12: 压缩机的分类.....	5
图 13: 螺杆机结构图.....	6
图 14: 螺杆主机和转子结构图.....	6
图 15: 活塞机结构图.....	6
图 16: 活塞机机头结构图.....	6
图 17: 空压机行业发展历程.....	8
图 18: 我国空压机市场规模.....	8
图 19: 我国螺杆空压机产量 (每年统计的样本企业在 60-70 家).....	8
图 20: 空压机耗电量较多, 节能空压机为行业发展趋势.....	10
图 21: 离心空压机示意图.....	13
图 22: 各类空压机的排气量、排气压力范围.....	13
图 23: 我国无油空压机销量情况 (台).....	14
图 24: 公司螺杆空压机的生产流程.....	15
图 25: 公司研发投入以及营收占比.....	15
图 26: 公司研发人员以及占比情况.....	15
图 27: 公司和可比公司毛利率对比.....	17
图 28: 公司和可比公司净利率对比.....	17
图 29: 公司逐步延伸无油螺杆机、真空泵、离心机等高端产品.....	18
图 30: 公司部分合作大客户.....	19
图 31: 公司海外收入地区分布 (2021 年).....	20
图 32: 公司海外收入以及占比情况.....	20
图 33: 阿特拉斯·科普柯集团发展历程.....	21
图 34: 阿特拉斯公司营收情况.....	22
图 35: 阿特拉斯公司营收结构.....	22
图 36: 阿特拉斯公司营收全球地区分布情况 (2023 年).....	23
图 37: 阿特拉斯公司下游分布情况 (2023 年).....	23
图 38: 阿特拉斯·科普柯集团旗下品牌.....	24
图 39: 阿特拉斯公司研发投入占比 4%.....	24

图 40: 阿特拉斯公司重视技术和创新	24
图 41: 阿特拉斯公司压缩机技术业务服务收入占比 40%以上	25
图 42: 阿特拉斯公司真空技术业务服务收入占比 20%以上	25
图 43: 阿特拉斯公司持续进行股权激励	26

表 目 录

表 1: 在中低压和中等排气量工况条件下, 螺杆压缩机与活塞式压缩机的性能对比	7
表 2: 空压机下游应用情况	7
表 3: 空压机行业主要参与者	9
表 4: 压缩机节能替换相关政策	11
表 5: 喷油螺杆空压机和无油螺杆空压机的主要特点对比	12
表 6: 干式无油螺杆空压机和水润滑无油螺杆空压机对比情况	12
表 7: 公司研发项目情况	16
表 8: 工信部《“能效之星”装备产品目录 (2021)》压缩机部分目录	17
表 9: 公司无油螺杆、离心机、真空泵高端产品介绍	18
表 10: 公司股权激励情况	20
表 11: 公司 IPO 项目情况	21
表 12: 公司可转债项目	21
表 13: 公司业务覆盖四大业务领域	22
表 14: 公司部分收并购	23
表 15: 分业务收入及毛利率	26
表 16: 可比公司估值 (收盘价日期为 11 月 22 日)	27
附表: 财务预测与估值	28

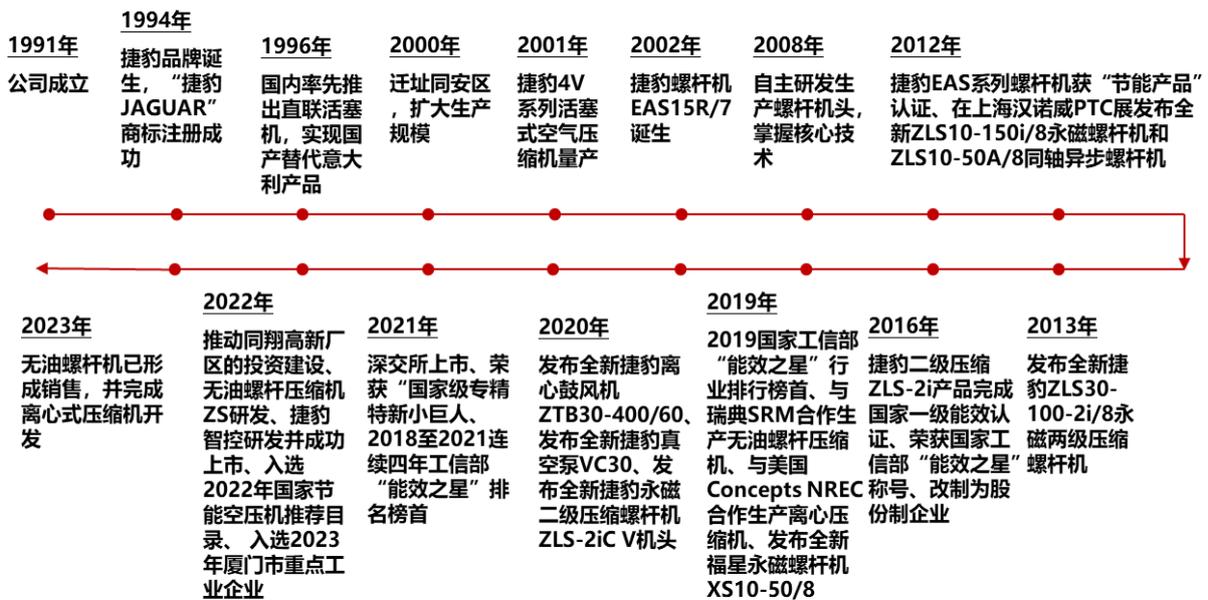
1 东亚机械：国内领先的压缩空气系统解决方案提供商

1.1 公司生产活塞机起家，永磁螺杆机全国领先

公司成立于 1991 年，专注于提供节能、高效、稳定的空气动力，是以压缩机、真空泵主机自主研发设计、生产为核心，并进行压缩机、真空泵整机以及配套设备的研发、生产与销售的综合空气动力系统解决方案提供商，终端客户包括比亚迪、汇川技术、宁德时代、法拉电子、高测股份、中国中车、金牌橱柜、中国旺旺、大博医疗、海天精工等众多知名企业。

生产活塞机起家，逐步掌握螺杆机核心技术。公司成立之初主要生产活塞机，2002 年首次推出捷豹螺杆机，2008 年自主研发螺杆机头掌握核心技术，公司旗下品牌“捷豹 JAGUAR”空压机，在永磁螺杆机领域常年占据全国领先地位，2018 至 2021 年连续四年工信部“能效之星”排名榜首。2023 年公司无油螺杆机已经形成销售，并且完成离心式压缩机开发。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司目前拥有 5 个事业部，产品包括螺杆式压缩机、真空泵、离心式压缩机、活塞式压缩机等系列以及干燥机等相关配套设备及配件。产品广泛应用于装备制造、汽车、半导体、光伏、锂电、冶金、电力、电子、医疗、纺织、生物发酵等行业领域。

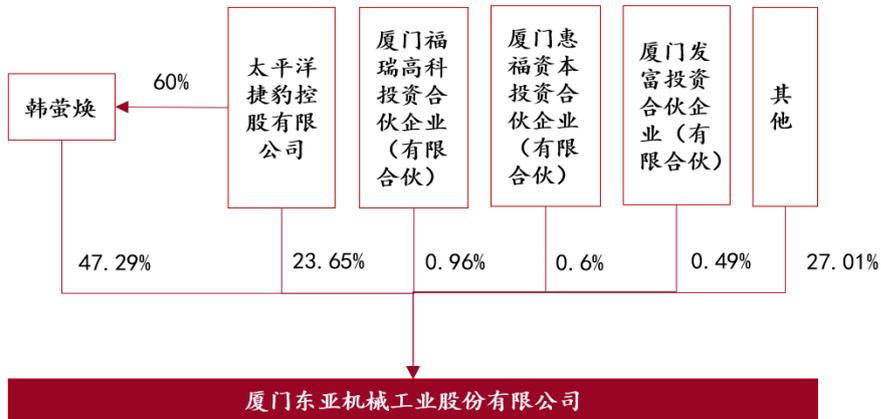
图 2：公司有 5 个事业部



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权集中度高。韩莹焕为公司实际控制人，直接持股 47.29%，通过控制太平洋捷豹持有公司 23.65% 的股份，合计控制公司 70.94% 的股份，股权集中度较高。福瑞高科、惠福资本、发富投资为员工持股平台。

图 3：公司股权集中度高

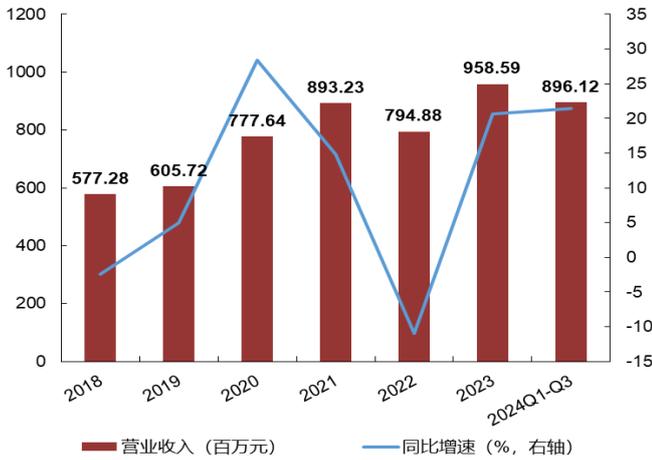


数据来源：Wind，西南证券整理

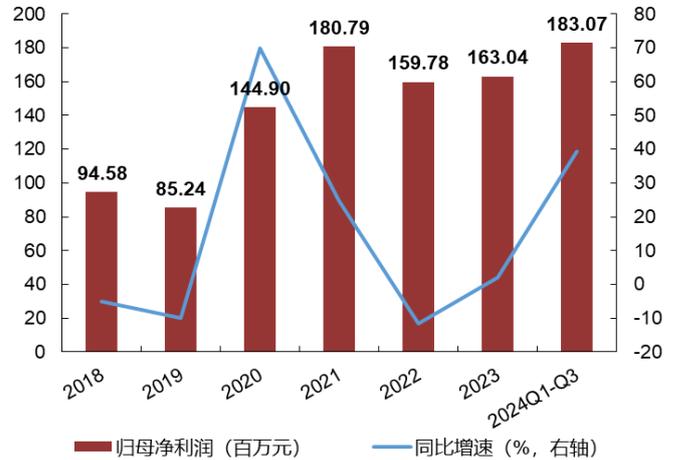
1.2 公司毛利率 30% 以上，经营现金流充沛

公司业绩稳健增长。公司营收从 2018 年的 5.8 亿元增长至 2023 年的 9.6 亿元，2019-2023 年营收 CAGR 为 10.7%，归母净利润从 2018 年的 1.0 亿元增长至 2023 年的 1.6 亿元，归母净利润 CAGR 为 11.5%。2024 年 Q1-Q3 公司实现营收 9.0 亿元，同比增长 21.4%，归母净利润 1.8 亿元，同比增长 39.2%。

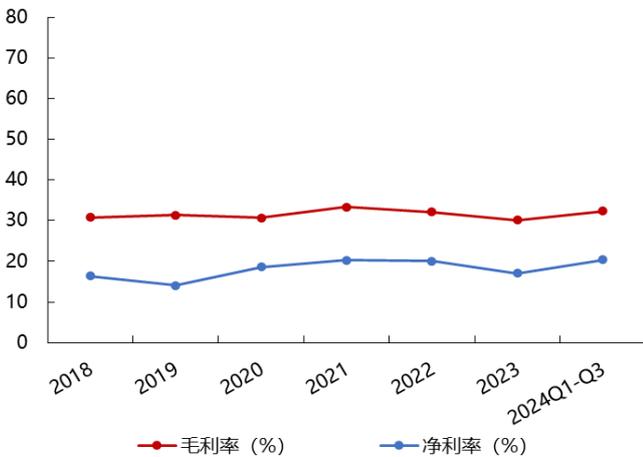
公司盈利能力强，费用管控较好。近三年公司毛利率维持 30% 以上，净利率 20% 左右，期间费用率在 12% 左右。2024 年 Q1-Q3 公司实现毛利率 32.3%，净利率 20.4%，期间费用率 10.3%。

图 4：2019-2023 年营收 CAGR=11%


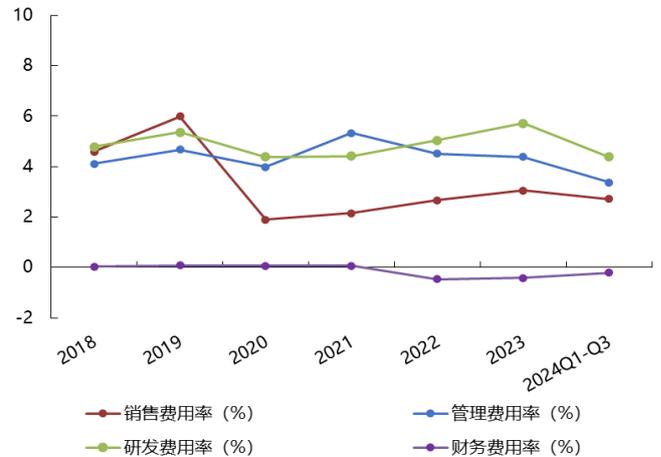
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 5：2019-2023 年归母净利润 CAGR=12%


数据来源：Wind, 西南证券整理

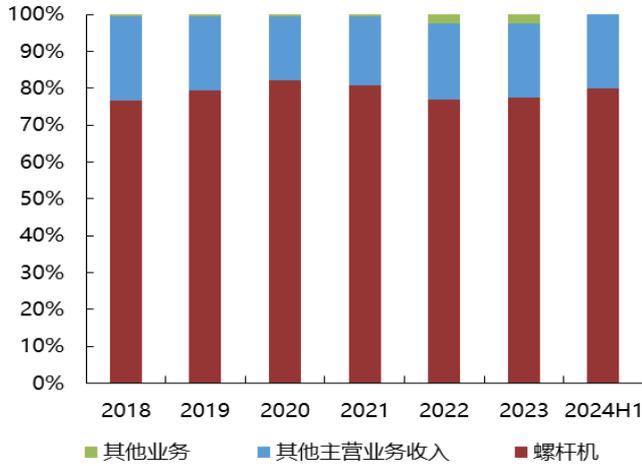
图 6：近三年公司毛利率维持 30% 以上，净利率 20% 左右


数据来源：Wind, 西南证券整理

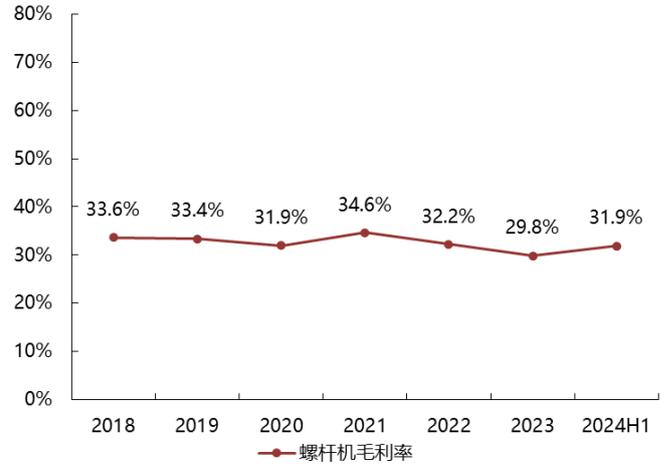
图 7：公司期间费用率在 12% 左右


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司螺杆机营收占比 80% 以上。公司主要产品为螺杆机，营收占比在 80% 左右，毛利率在 30% 以上。

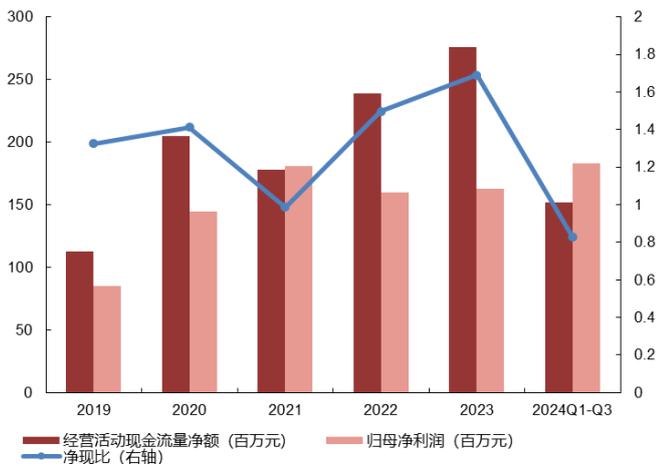
图 8：公司螺杆机营收占比 80%以上


数据来源: Wind, 西南证券整理

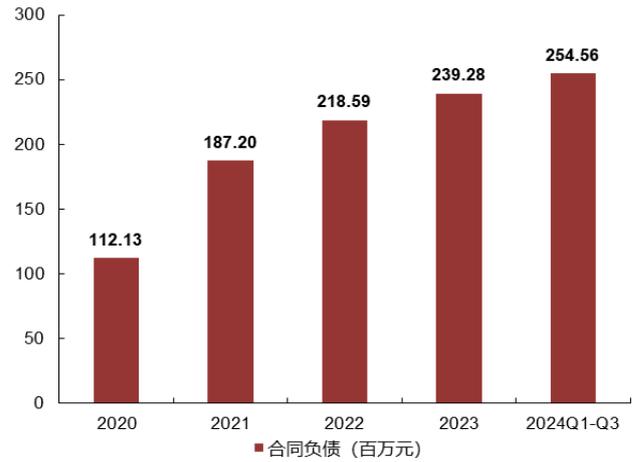
图 9：公司螺杆机毛利率在 30%以上


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司经营性现金流充沛, 近五年净现比平均在 1 以上, 体现公司优秀的回款能力。合同负债逐年增长, 2024 年 Q1-Q3 达到 2.54 亿元。

图 10：公司经营活动现金流量净额和净现比情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 11：公司合同负债逐年增长


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 空压机行业市场空间广阔，高效节能为行业发展趋势

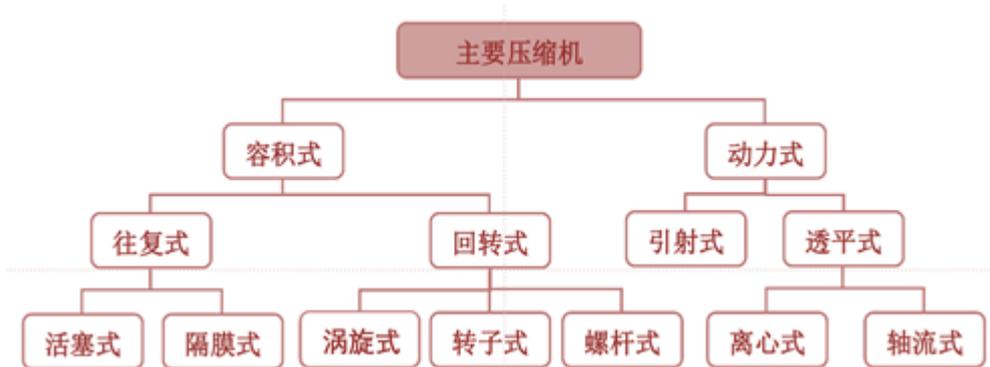
2.1 空压机为通用机械，其中螺杆式应用广泛

压缩机通过压缩的方式使低压气体转变为高压气体，从而将原动机（通常是电动机）的机械能转化为气体压力能。压缩机属于通用型设备，种类丰富、用途广泛。

按照工作气体介质不同，压缩机可分为空气压缩机、制冷（热泵）压缩机。空气压缩机主要用于提供空气动力，广泛应用于机械制造、石化化工、矿山冶金、纺织服装、医疗、食品、水泥、污水处理、电力行业等领域；制冷（热泵）压缩机的工作对象是冷媒介质，用于空调和制冷系统。空气压缩机和制冷压缩机是应用最为广泛的压缩机，合计市场规模占比超过压缩机总市场规模的 80%。

按压缩气体的原理，压缩机可分为容积式和动力式两大类。根据国家标准《压缩机分类》（GB/T 4976-2017），压缩机可分为容积式压缩机和动力式压缩机两大类。容积式压缩机是指通过改变工作腔容积的大小，来提高气体压力的压缩机。动力式压缩机是指通过提高气体运动速度，将其动能转化为压力能来提高气体压力的压缩机。容积式压缩机中应用较为普遍的类型为螺杆式和活塞式，动力式压缩机中应用较为普遍的类型为离心式。

图 12：压缩机的分类

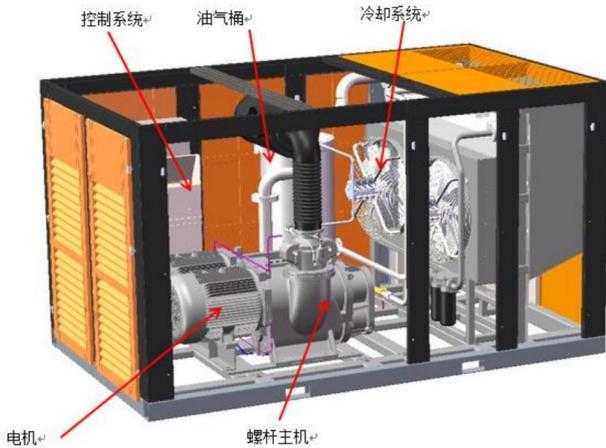


数据来源：英华特招股说明书，西南证券整理

螺杆压缩机通过两个带有螺旋型齿轮的转子相互啮合，从而将气体压缩并排出。螺杆压缩机一般由螺杆主机、电机、冷却系统、电控系统、压力容器、箱体等部分组成，其中螺杆主机为设备的核心装置，一般占成本的 30% 左右。螺杆式空气压缩机的工作原理一般是通过电机驱动螺杆主机中的阳转子转动，并带动与之啮合的阴转子在机壳内转动，使阴转子内的气囊容积不断产生周期性的变化，进而产生空气压力的变化；运作时，气体介质沿着转子轴线由吸入侧推向排出侧，完成吸入、压缩、排气三个工作过程。相对于活塞式空压机，螺杆式空压机具有排气压力稳定、故障率低、可靠性好、噪音低、维护简单、环境适应性强和可实现自动化控制等显著优点。

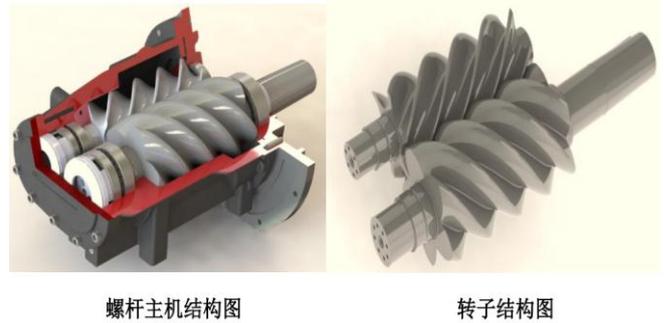
螺杆压缩机可以进一步细分：1) 按是否采用永磁同步电机，分为永磁螺杆压缩机和普通螺杆压缩机。2) 按照气体压缩的次数分类，分为一级压缩螺杆压缩机和二级压缩螺杆压缩机。3) 按照气体在压缩过程中是否与油接触，分为喷油螺杆压缩机和无油螺杆压缩机。

图 13: 螺杆机结构图



数据来源: 鑫磊股份招股说明书, 西南证券整理

图 14: 螺杆主机和转子结构图



数据来源: 鑫磊股份招股说明书, 西南证券整理

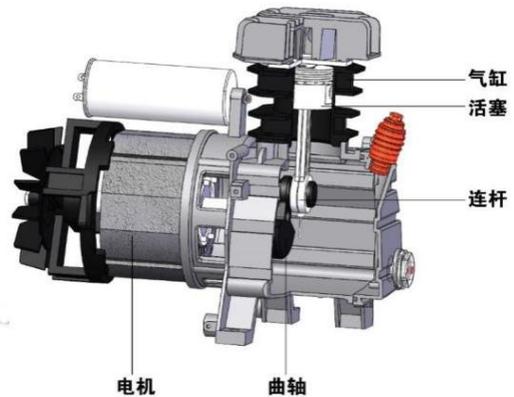
活塞压缩机利用曲轴带动活塞在气缸中做往复运动来压缩气体。活塞压缩机主要部件包括机头、储气罐、总开关、消音器、导风罩，机头由电机、曲轴、连杆、活塞、气缸等组成。活塞机工作时将气体封闭在一定容积气缸内，通过曲轴旋转带动活塞往复运动使密闭容器中的空气容积周期性变化。活塞式空压机适用范围广泛，气体含油量低、不需要油气分离系统、对润滑油品质要求较低，尤其在超高压和低排气量的应用领域都能稳定运行。小型活塞机以其体积小、携带轻便、价格适中、使用压力范围大的优势特征，广泛应用于家庭、商业及轻工业领域。

图 15: 活塞机结构图



数据来源: 鑫磊股份招股说明书, 西南证券整理

图 16: 活塞机机头结构图



数据来源: 鑫磊股份招股说明书, 西南证券整理

表 1：在中低压和中等排气量工况条件下，螺杆压缩机与活塞式压缩机的性能对比

性能指标	螺杆式压缩机	活塞压缩机
效率和能耗	效率高，能耗低	摩擦多，效率低，能耗高
环境影响	除排放少量冷凝水外，无其他排放	除排放冷凝水外，还排放含油烟雾
使用寿命	主机转子耐久性高、寿命长，一般可达 6 万小时以上	耐久性低、寿命短，易损件寿命仅数千个小时
适用环境	可带液运行，在运转中可喷液冷却	不能带液运行，易产生液击损坏机器
平衡性	吸排气连续，振动小，运转平稳	吸排气不连续，振动大
密封性	阴阳转子无磨损，密封性稳定	缸体与活塞环间易泄漏
排气压力	压比大，排气温度低，不会结碳	压比小，排气温度高，易结碳
主机结构	主机结构简单，易损件少，整机一体性好，占地面积小	主机结构复杂，有吸排气阀，部件多占地面积大
可操作性	自动化程度较高，可操作性强	自动化程度低，操作复杂
维护要求	维修频率低，对维修人员要求较高	维修频繁且工作量大，对维修人员要求较低

数据来源：鲍斯股份招股说明书，西南证券整理

2.2 空压机行业规模约 600 亿元，市场集中度较低

空气压缩机是一种通过压缩的方式使低压气体转变为高压气体，从而将原动机（通常是电动机）的机械能转化为气体压力能的气压发生装置。压缩空气作为工业生产中的三大动力之一，工业生产中的“水电气”即包括压缩空气，其中压缩空气是仅次于电力的第二大动力能源，我国 80% 以上的规模工厂配置有压缩空气动力。空气压缩机作为压缩空气的主要生产设备，广泛应用于装备制造、汽车、冶金、电力、电子、医疗、纺织、食品、半导体、新能源等工业领域。

表 2：空压机下游应用情况

行业类别	具体应用举例
医疗行业	驱动口罩机的气动元件、熔喷布生产过程中利用空气动力拉伸纤维、高压气体吹瓶吹塑、压缩搅拌、灌装二氧化碳
装备行业	驱动各种风动机械，如风镐、铆钉机、压力机、升降机等；仪表控制及自动化装置，如气动仪表、气动阀门等；喷涂喷砂，如喷漆枪等
汽车行业	利用压缩空气来对汽车进行清洁、水基涂料、喷漆辅助、自动冲压等
冶金行业	高压爆破开采；输送煤粉；输送助燃气体，如高炉送风、高炉送氧等
电力行业	吹气清洁管道、吹除烟垢、清洁锅炉及冷凝器管道、喷气清洗、清除污水、气动控制等
电子行业	输送粒状物、干燥气动控制等
纺织行业	搅拌液体、润湿、喷气编织、纬纱吹送、牛仔布砂洗等
食品饮料	食品发酵、粉状物质的输送、冷却出炉食物等

数据来源：公司公告，西南证券整理

我国空压机市场主流产品经历了由活塞机到普通螺杆空压机，再到永磁变频螺杆空压机的升级迭代路径。一般情况，在同等排量下，节能效果由高到低依次为二级压缩永磁螺杆机、一级压缩永磁螺杆机、普通螺杆机、活塞机。小型活塞机以其体积小、携带轻便、价格适中、使用压力范围大的优势特征，广泛应用于家庭、商业及轻工业领域，因此空压机市场呈现螺杆机和活塞机并存的格局。

图 17：空压机行业发展历程

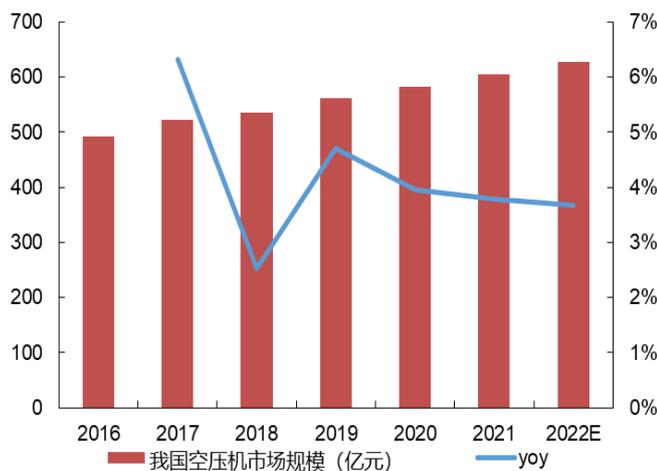


数据来源：压缩机网，西南证券整理

我国空气压缩机市场规模约 600 亿元，行业保持稳定增长。根据压缩机网，我国空气压缩机市场规模由 2016 年的 491.7 亿元增长至 2021 年的 605.5 亿元，年均复合增长率为 4.25%。根据中国通用机械年鉴，对于参与统计的 70 家压缩机企业，2020 年实现营业收入 203.5 亿元，同比增长 10.8%，实现利润总额 16.1 亿元，同比增长 21.5%。一般动力用容积式空压机产量为 260.8 万台，同比增长 5.6%，其中螺杆空压机产量为 52.7 万台，同比增长 4.3%；微小型活塞式空压机产量为 207 万台；涡旋式空压机产量为 5439 台，离心式空压机产量为 1219 台。

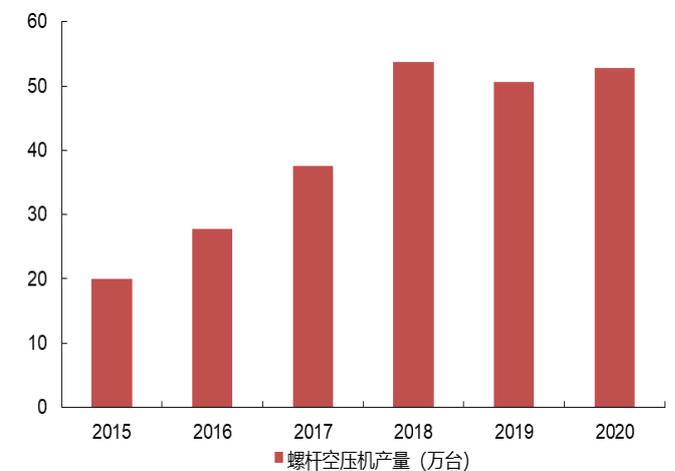
我国螺杆压缩机市场空间约 150 亿元。螺杆空压机为空压机的重要细分品类，根据以下两种口径表明市场空间在 150 亿元左右。1) 根据智研咨询，2022 年全球螺杆压缩机市场规模为 106.11 亿美元，同比增长 5.25%，2018-2022 年复合增长率为 3.8%，2022 年中国螺杆压缩机市场规模为 141.6 亿元，同比增长 10.8%，2015-2022 年复合增长率为 6.7%。2) 根据中国通用机械年鉴，按照均价 2.5 万元/台进行测算，每年 50-60 万台的产量对应 150 亿元左右市场规模。

图 18：我国空压机市场规模



数据来源：压缩机网，西南证券整理

图 19：我国螺杆空压机产量（每年统计的样本企业在 60-70 家）



数据来源：《中国通用机械年鉴》，西南证券整理

螺杆机的核心壁垒在于螺杆转子的型线设计及加工。螺杆机的技术难点主要在于螺杆转子型线设计及加工、轴承设计、润滑技术和密封性能等方面，其中螺杆转子的型线设计及加工最为重要，直接决定螺杆机的整体性能和使用寿命。随着生产设备精密化、数控化发展，信息化技术和模拟仿真技术的推广和应用，我国螺杆转子的设计生产能力得到了提升，部分头部空压机企业如开山股份、东亚机械、汉钟精机等掌握螺杆机的设计、生产技术，基本达到国外同类产品的水平；国内企业通过自主创新，采用永磁变频和二级压缩技术等，使螺杆机的耗能大幅降低，许多产品达到和超过国家一级能效标准，部分机型的能效高于国外产品。

凭借成本和售后服务优势，我国空压机企业在中低端螺杆机市场已具备明显优势，并逐步在高端领域与国际品牌竞争。以阿特拉斯、英格索兰为代表的国际品牌在高端市场处于优势地位，占据主要份额；东亚机械等自主掌握螺杆机研发、生产技术的国内优质企业占据中高端市场，凭借产品成本和价格优势，实现对外资产品的部分替代；低端市场产品同质化程度高，竞争较为激烈，众多不具备螺杆主机设计生产能力的中小组装厂往往依靠价格战来争夺市场份额。

表 3：空压机行业主要参与者

项目	公司介绍	收入体量
阿特拉斯 (Atlas Copco)	1873 年成立于瑞典，四大业务领域提供空气压缩和真空解决方案、能源解决方案、排水和工业泵、工业电动工具以及装配和机器视觉解决方案。2023 年，集团收入约为 1726 亿瑞典克朗，拥有约 51000 名员工。	2023 年总营收 1726.44 亿瑞典克朗，折合人民币约 1100 亿元。其中压缩机技术业务收入 755.52 亿瑞典克朗，折合人民币约 500 亿元
英格索兰 (Ingersoll Rand)	1871 年成立于爱尔兰，作为一家多元化的工业制造企业，其旗下品牌为全球的商业、工业和民用客户提供领先的服务，专注于工业技术和温控系统两大核心业务的发展，其中工业技术领域包括压缩空气系统和服务、动力工具、流体管理及物料吊装等。	2023 年总营收 68.76 亿美元，其中工业技术和服务业务（包括压缩机、真空、鼓风机、电动工具等）56.33 百万美元。
美国寿力 (Sullai Corporation)	全球知名的螺杆式空压机专业制造企业，始创于 1965 年，总部设在美国印地安纳州密执根市。美国寿力在中国有苏州和深圳两个生产基地，生产的主要产品包括固定式螺杆压缩机、移动式螺杆压缩机、螺杆真空泵、空气干燥机、精密过滤器、真空泵等，销售及售后网络遍布全国、东南亚及其他亚洲地区。2017 年，美国寿力被日本日立集团收购。	未有公开数据
台湾复盛	成立于 1953 年，是台湾最大的空压机制造集团。台湾复盛公司推出了齐全和丰富的产品线，涵盖往复、螺旋、涡卷和离心等多种空气压缩机和冷媒压缩机。目前台湾复盛公司在大陆有北京、上海、中山三个生产基地，三个销售服务部，中国销售总部位于上海。	未有公开数据
开山股份	成立于 2002 年，公司业务分为两大部分：1) 压缩机研发、制造、销售；2) 地热发电业务—包含地热资源勘探开发、钻井工程、地热资源管理、地热电站建设（提供地热电站 EPC 工程总承包服务或出售地热井口模块电站成套发电设备）及地热电站运营。	2023 年压缩机业务营收 26.83 亿元
鲍斯股份	成立于 2008 年，自成立以来从事螺杆压缩机的研发、生产，后陆续拓展到真空泵、液压泵等流体机械产品。	2023 年压缩机业务营收 8.81 亿元
汉钟精机	成立于 1998 年，主要产品有螺杆式制冷压缩机和螺杆式空气压缩机，其中螺杆式制冷压缩机主要应用于制冷工业中的大型商用中央空调设备和冷冻冷藏设备，螺杆式空气压缩机主要应用在工业自动化领域。此外公司的真空泵业务也	2023 年压缩机业务营收 19.46 亿元 (主要为制冷产品)

项目	公司介绍	收入体量
	开始起量，应用于光伏、半导体等领域。	
东亚机械	成立于 1991 年，旗下空气压缩机品牌“捷豹 JAGUAR”，产品包括螺杆式压缩机、真空泵、离心式压缩机、活塞式压缩机等系列以及干燥机等相关配套设备及配件。产品广泛应用于装备制造、汽车、半导体、光伏、锂电、冶金、电力、电子、医疗、纺织、生物发酵等行业领域。	2023 年营收 9.58 亿元
鑫磊股份	成立于 2006 年，主营业务为节能、高效空气压缩机、鼓风机等空气动力设备的研发、生产和销售，主要产品包括螺杆式空压机、螺杆式鼓风机、小型活塞式空压机、离心式鼓风机、离心式真空泵、离心式空压机等三大系列 300 余种型号，广泛应用于机械制造、石化化工、矿山冶金、纺织服装、医疗行业、食品行业、水泥行业、污水处理、电力行业、水产养殖、电镀行业等领域以及家庭、商业场所等小流量空气动力需求领域。	2023 年营收 7.78 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

空压机耗电量占全国发电量的 10% 左右，节能空压机成为行业的发展趋势。空压机耗电量约占大型工业设备（如风机、水泵、锅炉等）总耗电量的 15%，占全国发电总量的 9% 左右。工厂整体用电中，空压机用电占比 10-40%，空压机总成本中，电力成本占比 70-80%。随着节能减排政策的大力推进，空压机下游客户对于能效要求越来越高。节能空压机与低端空压机相比，所体现的能耗优势和效率优势明显，部分企业的产品达到国家 1 级能效，开始逐步替代传统低端空压机产品，节能空压机需求处于快速上升期。

图 20：空压机耗电量较多，节能空压机为行业发展趋势



数据来源：科易网，西南证券整理

能效要求日益提升，叠加新一轮设备更新为压缩机行业带来机遇。2024 年 3 月，国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，对于推动大规模设备更新和消费品以旧换新做出了全面部署，提出到 2027 年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上。

表 4：压缩机节能替换相关政策

时间	部门	相关文件	相关内容
2021 年 10 月	国务院	《2030 年前碳达峰行动方案》	推进重点用能设备节能增效。以电机、风机、泵、 压缩机 、变压器、换热器、工业锅炉等设备为重点，全面提升能效标准。
2021 年 11 月	工信部、市场监管总局	《电机能效提升计划（2021-2023 年）》	针对 压缩机 等通用设备，鼓励采用 2 级能效及以上的电动机，推广 2 级能效及以上的变频调速永磁电机，鼓励采用低速直驱和高速直驱式永磁电机。大力发展永磁外转子电动滚筒、一体式螺杆压缩机等。
2021 年 11 月	工信部	《“十四五”工业绿色发展规划》	推动工业窑炉、锅炉、电机、泵、风机、 压缩机 等重点用能设备系统的节能改造。
2021 年 12 月	国家发改委	《“十四五”节能减排综合工作方案》	因地制宜推动北方地区清洁取暖，加快工业余热、可再生能源等在城镇供热中的规模化应用。实施绿色高效制冷行动，以建筑中央空调、数据中心、商务产业园区、冷链物流等为重点，更新升级制冷技术、设备，优化负荷供需匹配，大幅提升制冷系统能效水平。
2022 年 6 月	工信部等六部门	《工业能效提升行动计划》	开展重点用能设备系统匹配性节能改造和运行控制优化，提高风机、泵、 压缩机 等电机系统效率和质量。禁止企业生产、销售不符合能效强制性国家标准要求的用能设备及其系统。
2023 年 2 月	国家发改委	《关于统筹节能降碳和回收利用、加快重点领域产品设备更新改造的指导意见》	加快重点领域产品设备更新改造，加快节能降碳先进技术研发和推广应用，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展，形成绿色低碳的生产方式和生活方式，为实现碳达峰碳中和目标提供有力支撑。推动地方和有关行业企业实施产品设备更新改造，鼓励更新改造后达到能效节能水平（能效 2 级），并力争达到能效先进水平（能效 1 级）。
2024 年 1 月	发改委等六部门	《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平（2024 年版）》	明确容积式空气压缩机的先进水平、节能水平和准入水平的参考标准。
2024 年 3 月	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	到 2027 年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上，重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平，环保绩效达到 A 级水平的产能比例大幅提升。

数据来源：各部门官网，西南证券整理

2.3 无油螺杆、离心机的高端空压机起量，国产替代持续推动

无油螺杆机压缩后的气体不含油，气体洁净度更高，可以满足食品、医疗、电子、半导体等对空气洁净度有严苛要求行业的需求。如在食品饮料行业中，需要利用压缩空气来控制装填、包装和装瓶自动化生产线中的阀门和制动装置，粉状物质的输送、鼓风、通风、发酵、冷却和喷洒等也都需要完全纯净的压缩空气。无油压缩机技术已涵盖了螺杆、活塞、涡旋等三大主流型式，其中无油螺杆空压机又可分为干式无油螺杆空压机、水润滑无油螺杆空压机，其中干式无油螺杆空气压缩机可谓“空气压缩机皇冠上的明珠”，由于不需要润滑油，其对涂层、物料的可靠性、散热系统的有效性、降噪技术、加工工艺和检测设备的精度要求极高，与之相对产品售价、毛利润率也明显高于喷油螺杆空气压缩机。

表 5：喷油螺杆空压机和无油螺杆空压机的主要特点对比

性能指标	喷油螺杆空压机	无油螺杆空压机
提供的压缩空气情况	提供的压缩空气含有微量的油	提供完全无油的压缩空气
构造	需配置油气分离装置	无油气分离装置
制造成本	制造精度较低，制造成本低(无同步 齿轮、无油封、无气封、壳体无夹层等)	制造精度高，制造成本高(有同步齿轮、有油封、有气封、带壳体夹层等)
运行成本	运行成本高，需要定期更换油气分离芯、压缩机油等	运行成本低
排气压力	排气压力大于无油螺杆空压机	没有工作介质油，缺少对转子的润滑和 冷却，排气压力小于喷油螺杆空压机

数据来源：公司公告，西南证券整理

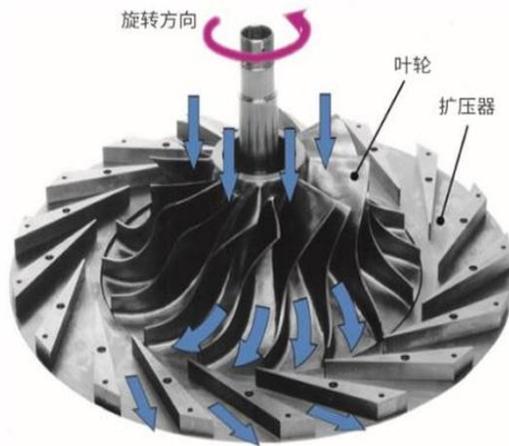
表 6：干式无油螺杆空压机和水润滑无油螺杆空压机对比情况

项目	干式无油螺杆空压机	水润滑无油螺杆空压机
技术路线	也被称为全无油螺杆空压机，多为双螺杆空气压缩机，是指转子内仅吸入空气，转子的润滑和密封是靠涂刷在转子齿表面的涂层来进行。由于没有润滑油润滑及带走微小颗粒，气体会对转子、壳体内壁、气道产生腐蚀，因此在传统喷油螺杆转子材料的基础上，通常会喷涂防腐层，如喷涂聚四氟乙烯、二硫化钼、特氟龙等，达到保证转子不变形、不被腐蚀的目的。	也被称为喷水螺杆空气压缩机，既有单螺杆空压机，也有双螺杆空压机，是指转子室内在吸入空气的同时，也吸入水(起润滑转子和密封的作用)，将水和空气混合在一起压缩。在喷水螺杆空压机中，由于向压缩腔内注水，虽然起到了冷却、密封和保持气体纯净度的作用，提高了压缩机的效率，同时也很好地控制了排气温度，但是水同时也会对转子等部件产生腐蚀作用，因此需要慎重选择转子材料。
应用场景	无明显限制。	由于运行中要消耗大量的水，在干旱缺水地区使用受限；此外考虑到水的结冰问题，在寒冷地区的使用受限。
排气量	转子和压缩腔体均采用耐磨、耐腐蚀的特殊材料加工处理，并使用二级压缩技术，可以保证压缩机长期高效运行，并且排气量长久稳定。	星轮容易磨损，运行时间长后排气量会下降。
目标客户	面向对压缩空气洁净度有严苛要求的客户。	面向对压缩空气洁净度有严苛要求的客户。
市场占有率	开发应用历史较长，是无油螺杆机市场的主流产品。	可靠性差，销量很小。
国内企业开发情况	我国市场被外资品牌主导；国内部分企业通过向外资品牌购买主机组装干式无油螺杆空压机，鲜有内资企业具备自主设计、生产干式无油螺杆空压机技术。	部分国内企业已能生产，但因尚处于探索阶段，市场接受度不高，销量很小。

数据来源：公司公告，西南证券整理

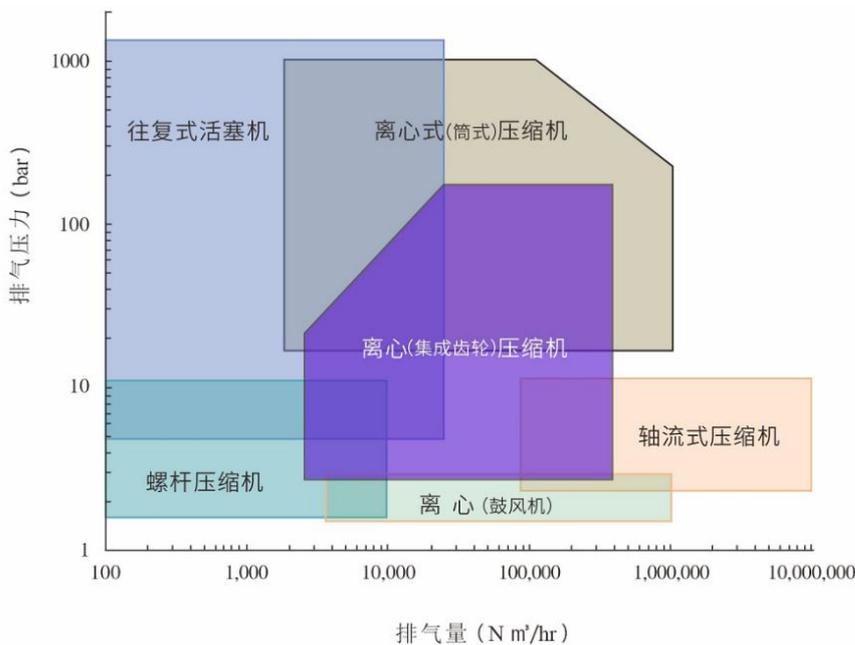
离心式空压机的排气量、排气压力及其范围均较大，主要应用在电子、钢铁、石油化学、造船、电力及汽车等大型制造领域。与螺杆空压机相比，离心式空压机具有以下优点：①结构紧凑，占地面积小，排气量、排气压力范围大；②易损件少，运转可靠、寿命长；③产生无油的压缩空气，供气品质高；④大排量时效率高、且有利于节能。

图 21：离心空压机示意图



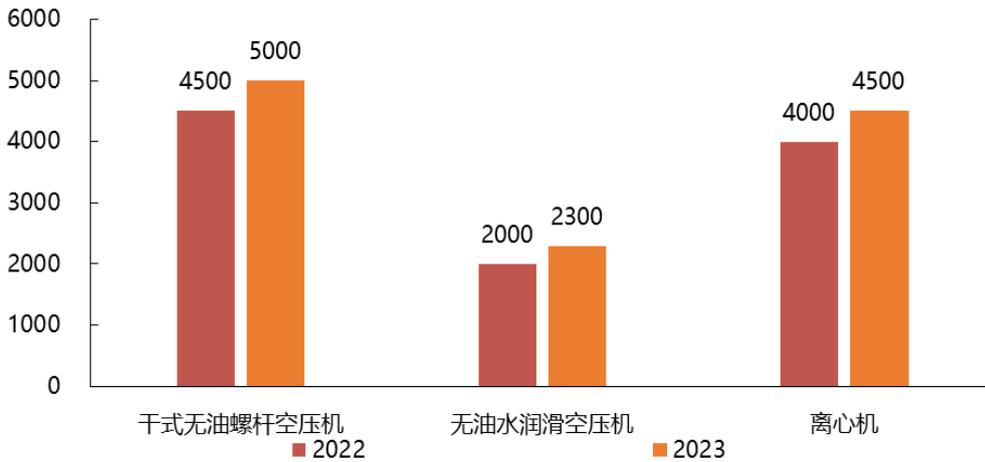
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：各类空压机的排气量、排气压力范围



数据来源：公司公告，西南证券整理

我国无油空压机、离心空压机等高端产品的国产化率不足 10%，国产替代空间大。根据压缩机网，欧美发达国家干式无油机占比 35%左右，国内干式无油机占比不足 5%，是未来国内压缩机的主流方向之一。2023 年我国干式无油螺杆空压机的销量在 5000 台左右，销量增长 11%，其中阿特拉斯、英格索兰两家市场份额占比超过 70%，占据绝对优势；无油水润滑空压机销量约 2300 台，销量增长 15%；离心机 4500 台左右，销量增长 13%。

图 23：我国无油空压机销量情况（台）


数据来源：压缩机网，西南证券整理

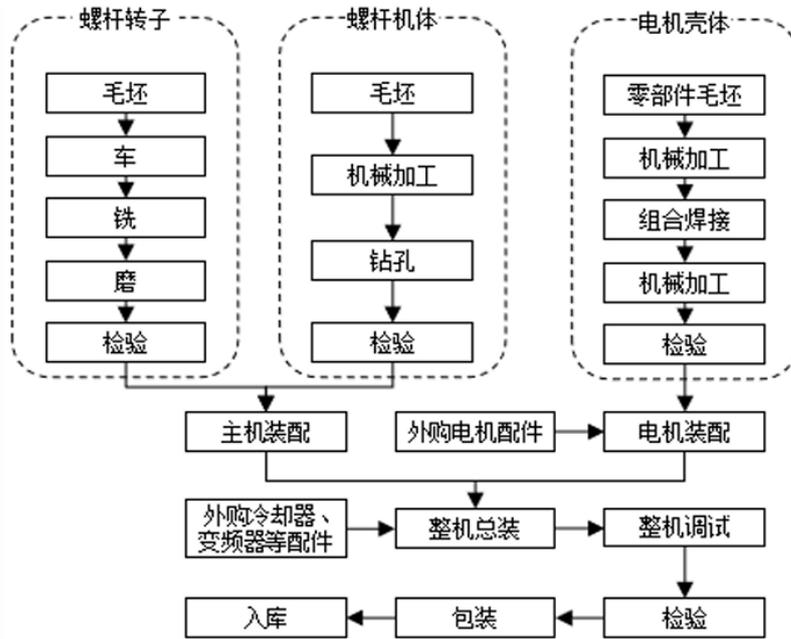
3 公司永磁螺杆机技术领先，逐步提升国内市占率

3.1 产品能效水平处于领先地位，盈利能力高于行业平均

公司自主研发空压机主机，掌握主机 60 余种型线设计。螺杆主机是螺杆空压机的核心部件，其性能直接决定了整机的性能水平和产品质量。螺杆主机的技术核心地位主要体现在转子的设计技术难度和加工难度。转子设计的关键是型线设计，基于微分几何、空气动力学、流体力学、工程热力学、传热学等基础理论，通过三维空间的齿面型线设计实现螺杆式空压机的关键机械性能，转子设计的优劣可以影响压缩机 80% 以上的技术指标。螺杆主机的关键参数设计需要专门的设计软件，通过模拟仿真技术建立转子运动模型检验设计结果。国内除东亚机械、开山股份、鲍斯股份等以外，大部分的内资压缩机企业不具备螺杆转子的自主设计能力。公司引进德国进口 CBN 螺杆磨床、德玛吉卧式加工中心、意大利进口 salvagnini 折弯机、德国 TRUMPF 激光切割机，产品一次装夹次成型，尺寸公差、形位公差达设计要求，精益规模化生产

公司是国家级专精特新“小巨人”企业、高新技术企业、福建省省级企业技术中心、福建省科技小巨人领军企业，同时拥有合肥通用机电检测院认证的能效实验室。截至 2024 年 6 月末，公司共拥有发明专利 2 项、实用新型专利 105 项、外观专利 11 项，参与制定行业团体标准 5 项，拥有螺杆式压缩机主机的自主设计、生产能力，掌握 60 余种型线，在螺杆式空压机型线设计、节能环保等方面形成了核心技术优势。

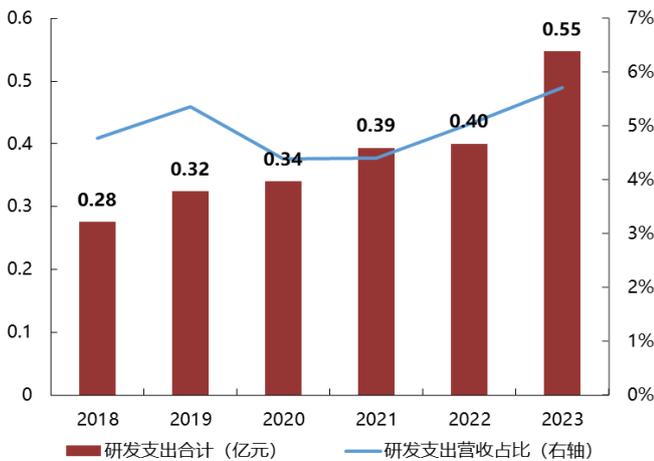
图 24：公司螺杆空压机的生产流程



数据来源：公司公告，西南证券整理

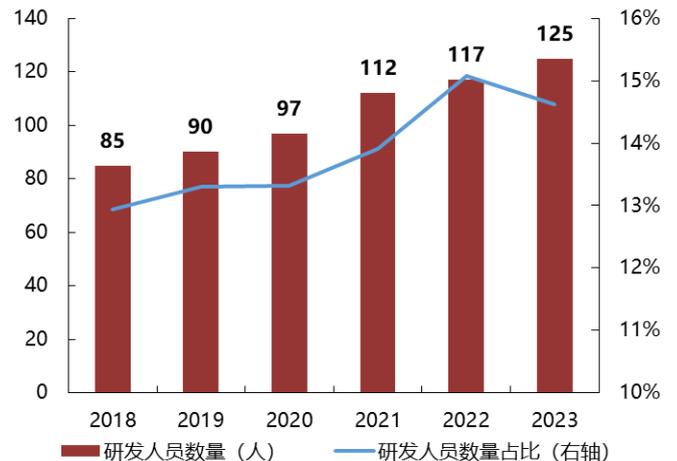
公司重视研发投入。2018-2023 年公司研发投入持续增长，2023 年公司研发投入 0.5 亿元，营收占比 5.7%；研发人员数量 125 人，占比 14.6%。公司是国家专精特新“小巨人”企业、高新技术企业及福建省企业技术中心，是团体标准《压缩空气站节能设计指南》(T/CGMA 033002-2020)、《容积式空气压缩机产品铭牌、说明书、宣传文件明示要求》(T/CGMA 0301-2021)、《绿色设计产品评价技术规范 一般用喷油回转空气压缩机》(T/CMIF 157-2022)、《螺杆空气压缩机电控系统》(T/CGMA0303-2023)、《喷油螺杆空气压缩机油品使用指南》(T/CGMA0304-2023) 的起草单位之一。

图 25：公司研发投入以及营收占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 26：公司研发人员以及占比情况



数据来源：Wind，西南证券整理

表 7：公司研发项目情况

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标
多型号干式无油双螺杆开发	提高空压机空气的洁净品质，拓展市场，实现食品、医疗、卫生、石油化工等领域的应用需求。	取得阶段性成果	实现多型号无油螺杆机的批量生产
离心式空气压缩机开发	离心压缩机是重大化工装置、气体输送和液化等领域的核心装备之一，满足不同市场需要，实现产品多样化。	取得阶段性成果	实现多型号离心式空压机的批量生产
捷豹智控系列产品开发	捷豹智控系列产品是一项“压缩空气 数字化联控系统”，以数字化信息为驱动力，实现自动化决策和控制，提升精细化管理效率，响应国家政策，满足市场需求。	部分型号已实现量产	将数据要素融入生产、分配、销售环节，优化各类生产要素的配置和组合，提高生产效率，降低碳排放。
干式真空泵产品优化升级	真空泵广泛应用于医药、化工、航空航天、电子、太阳能、冶金、食品等行业中，开发干式真空泵、两级压缩真空泵及配套设备符合市场需求	研发完成	实现产品的多样化，优化、细化符合市场需求的产品
多型号水润滑无油螺杆机开发	润滑介质采用合乎饮用水标准的蒸馏水，配置高性能的不锈钢元件，整个压缩系统没有任何润滑油成分，可应用于航天、电子、医药、食品等行业和特殊工艺要求领域，满足不同市场需求。	研发完成	实现产品的多样化，优化、细化符合市场需求的产品
多型号无油涡旋机开发	无油涡旋机可应用于实验室、医院等场所，精密电子、食品饮料等行业，气体洁净无油，极致静音。	部分型号已实现量产	满足对气体洁净度有较高要求的客户需求，优化产品结构，开拓新市场
多型号无油螺杆真空泵开发	无油螺杆真空泵可广泛应用于医药、食品等行业，相比传统真空泵，更加洁净真空，搭配智能控制系统，更加精细化管理，节能环保增效，融合绿色发展。	部分型号已研发完成	实现多型号无油螺杆真空泵的批量生产，满足不同市场需求
磁悬浮离心空压机开发	磁悬浮离心空压机可广泛应用于医药、冶金、纺织、化工等行业，能效高、噪音小，100%无油，搭配智能控制系统，智能调节，可靠性高。	部分型号已完成样机测试	实现磁悬浮离心空压机的批量生产
多型号变频冷干机	冷干机作为空压机配套的后处理设备，可以有效提高压缩空气的品质，满足客户对高品质压缩空气的需求，开发变频式冷干机，相较传统冷干机，更加节能高效，绿色发展。	部分型号已研发完成	实现变频冷干机的批量生产
汽车保养行业专用空压机	为满足汽车保养行业的需求，针对性开发该领域的专用空压机	取得阶段性成果	实现产品的多样化，优化、细化符合市场需求的产品，节能减排
螺杆式鼓风机系列产品开发	无油螺杆鼓风机与传统鼓风机相比，输送的气体无油，密封性好，可以满足食品、化工、医药等对压缩空气质量要求更高的行业，为不同市场需求细化鼓风机产品系列	研发完成	实现产品的多样化，优化、细化符合市场需求的产品，节能减排
离心式鼓风机系列产品开发	磁悬浮永磁离心鼓风机可广泛应用于食品、化工、医药、污水处理等行业，相比传统鼓风机，更加节能高效、噪音小、可靠性高、维护成本低。	取得阶段性成果	实现产品的多样化，优化、细化符合市场需求的产品，节能减排
二级压缩螺杆空压机优化升级	针对二级压缩永磁喷油螺杆机进一步升级优化，提升产品的综合竞争力	研发完成	丰富二级压缩螺杆空压机的产品线，满足不同市场需求，提高等熵效率，产品升级，节能减排。
二级压缩永磁喷油螺杆机优化升级	针对二级压缩永磁喷油螺杆机进一步升级优化，提升产品的综合竞争力	研发完成	实现二级压缩永磁喷油螺杆机升级优化，节能减排
螺杆式空压机主机加工工艺优化升级	针对螺杆式空压机主机进一步升级优化，提升产品的综合竞争力	研发完成	在原有技术基础上，进一步提高螺杆式空压机主机性能，节能增效，产品升级优化

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司螺杆机市占率低。1) 如果按照台数, 公司目前螺杆机年销量 4-5 万, 根据中国通用机械年鉴, 螺杆机产量 50-60 万/年, 测算公司螺杆机销量市占率不到 10%。2) 如果按照营收和市场规模, 公司 2023 年螺杆机营收 7.4 亿元, 螺杆机行业规模在 150 亿元, 测算公司螺杆机营收市占率 5%。

空压机公司纷纷推出节能产品。我国目前针对螺杆空压机的能效标准是 2020 年 7 月 1 日正式实施的 GB19153-2019《容积式空气压缩机能效限定值及能效等级》, 该标准将空压机的能效分为三个等级, 分别是 1 级、2 级、3 级。其中, 一级能效为最高等级能效, 即最节能, 二级能效为节能级, 三级能效为市场准入级, 低于三级能效不得生产和销售。反映空压机的节能性的关键指标为比功率, 比功率指单位容积流量所消耗的功率, 对于相同或相似产品而言, 该指标越小, 表明节能效果越好。

公司产品能效水平在业内处于领先水平。空气压缩机作为工业领域重点用能设备, 其能效水平直接影响工业生产的能源消耗成本。2013 年压缩机列入工信部“能效之星”评选范围以来, 公司产品凭借“优于能效一级”的领先能效水平多次入选工信部《“能效之星”产品目录》, 入选数量位居行业第一; 2017 年-2023 年, 公司产品凭借优异的能效水平连续四年入选工信部《国家工业节能技术装备推荐目录》, 入选数量位居行业第一。

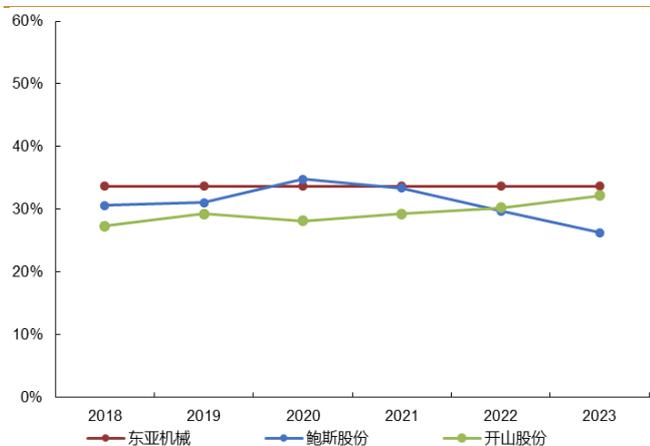
表 8: 工信部《“能效之星”装备产品目录 (2021)》压缩机部分目录

申报单位	产品型号	实测能效指标 机组比功率/[kW/(m ³ /min)]	评价标准指标 机组比功/[kW/(m ³ /min)]	分类
厦门东亚机械工业股份有限公司	ZLS15/8	7.24	≤7.5 (优于 1 级能效)	能效之星
厦门东亚机械工业股份有限公司	ZLS75-2iC/8	5.75	≤6.8 (优于 1 级能效)	能效之星
上海汉钟精机股份有限公司	AA6-37A-AM-0.8	6.79	≤7.0 (优于 1 级能效)	能效之星
阿特拉斯·科普柯 (无锡) 压缩机有限公司	GA132+8.5	5.98	≤6.6 (优于 2 级能效)	节能装备
鑫磊压缩机股份有限公司	XLPM50A-IIID/8	6.98	≤7.6 (优于 2 级能效)	节能装备

数据来源: 工信部《“能效之星”装备产品目录 (2021)》, 西南证券整理

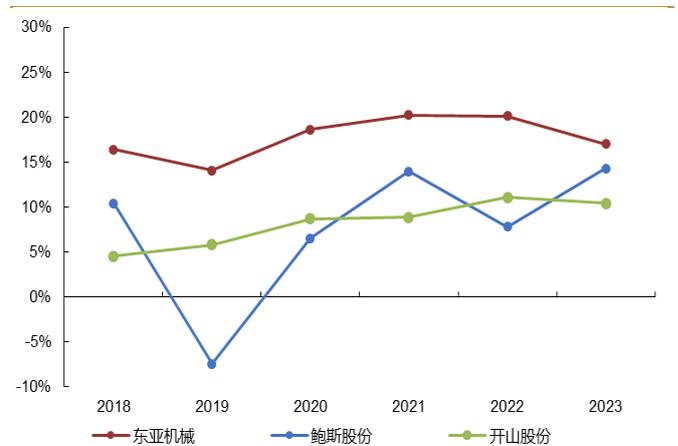
公司盈利能力高于国内同行。毛利率方面, 公司毛利率高于国内同行业平均水平, 体现公司较好的价格和成本管控能力; 净利率方面, 由于鲍斯股份还从事真空泵业务、开山股份从事地热业务, 所以不可直接对比, 公司近三年保持 20%净利率左右, 处于行业优异水平。

图 27: 公司和可比公司毛利率对比



数据来源: Wind, 西南证券整理, 注: 鲍斯股份业务口径为“压缩机”, 开山股份业务口径为“压缩机”

图 28: 公司和可比公司净利率对比

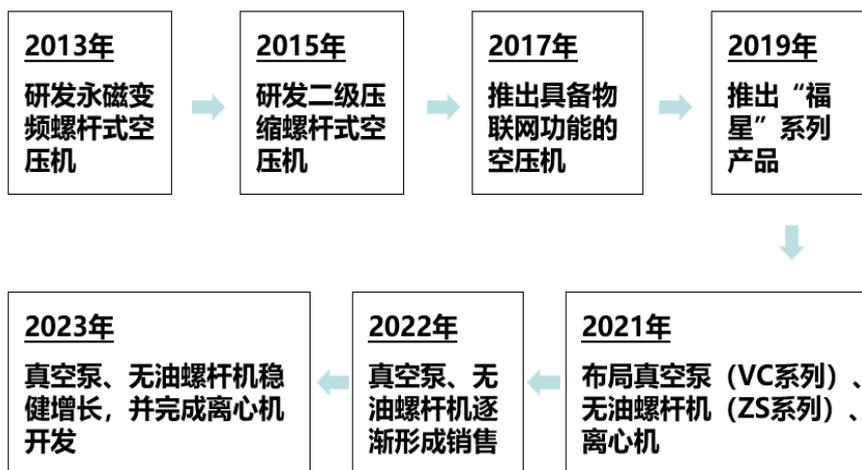


数据来源: Wind, 西南证券整理

3.2 无油螺杆、离心机高端产品逐步放量，海外市场进一步打开成长空间

公司在保持永磁变频空压机产品优势地位的基础上，逐步延伸无油螺杆机、真空泵、离心机等高端产品。公司 2013 年研发的永磁变频螺杆式空压机，推向市场之后销售量快速增长，已成为公司主打产品；2015 年研发的二级压缩螺杆式空压机，目前已更新至第四代产品，能效提升、节能效果显著。2017 年，公司向市场推出具备物联网功能的空气压缩机，能够有效监控该等空压机的运行状态，及时提出维修保养方案，减少空压机突然停机对用户正常生产的影响；2019 年下半年推出“福星”系列产品。2021 年公司以募投项目为契机，布局了真空泵（VC 系列）、无油螺杆机（ZS 系列）、离心机（ZTB 系列）等应用于新能源、半导体等行业的高端产品。2022 年公司高端产品真空泵、无油螺杆机逐渐形成销售，并将物联网功能的空气压缩机进行优化升级实现全方位的“捷豹智控”（ZK 系列）。2023 年公司高端产品真空泵、无油螺杆机稳健增长，并完成离心式压缩机开发。2024 年上半年公司对真空泵、无油螺杆机及微油螺杆机等产品进行全面升级，实现更高效稳定的定气体输出及全面的智能化管理；离心式压缩机已完成阶段性应用试验，产品性能稳定，将继续稳步推进试验工作，加快将产品推向市场。

图 29：公司逐步延伸无油螺杆机、真空泵、离心机等高端产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 9：公司无油螺杆、离心机、真空泵高端产品介绍

产品品类	产品图示	产品特点
捷豹磁悬浮离心空压机 (ZMT 系列)		1、磁悬浮空压机采用高速电机直驱结构和磁悬浮轴承技术，运转无摩擦，无需润滑油，压缩空气不含有润滑油。 2、磁悬浮空压机传动效率接近 100%，采用两级压缩+中间冷却+三元流动叶轮设计+全三维流场分析技术，与传统空压机相比，可节能约 20%。 3、不同于传统无油空压机采用机械轴承和齿轮传动，磁悬浮空压机采用磁悬浮轴承技术，整个系统无其他机械传动结构，寿命周期内不会发生性能衰减。 4、一体化设计，安装便捷，免机械维护。 5、由于设备运行过程中无机械磨损，低噪音≤70dB (A)，低振动。

产品品类	产品图示	产品特点
全新齿轮式离心空压机 ZGT 系列		1、整体式高速齿轮箱。采用可倾瓦油膜滑动轴承，承载能力大、抗冲击能力强、使用寿命长、摩擦系数低等。 2、高效离心叶轮。自主研发的高效离心叶轮，采用三元流设计理念，引入先进的 CFD 和 FEA 软件迭代优化设计，保证高效率。 3、线性 IGV 机构。线性执行器和 NACA 翼型的进口导叶组成的线性 IGV 机构可提高流量调节范围到 70%~100%。
捷豹干式无油螺杆机 (ZS 系列)		捷豹无油螺杆机采用二级压缩、永磁变频配置，主机、整机完全自主研发。主机采用可靠多级密封轴封系统，使空气压缩全程没有润滑参与，产出压缩空气纯净无油。整机独特进风口及箱体隔音设计，使机器噪音降至最低。 捷豹无油螺杆机特别适合医疗、制药、食品、石油化工、电子等需要高品质无油压缩空气的行业使用。
捷豹无油水润滑螺杆空压机 (ZW 系列)		1、洁净无油·低碳环保。水代替油喷入主机压缩腔，压缩过程无油参与，压缩空气空气质量高达 CLASS 0，杜绝油污污染风险。 2、等温压缩·效率更高。水的高比热容确保压缩过程接近理想等温压缩，超低温升带来超高能效，排气量更大，能耗更低。 3、智能驱动·可靠运行。JAGUAR2.0 智能控制系统驱动，为压缩机组稳定供气保驾护航。
捷豹罗茨螺杆真空泵组 VCDR		1、创新结构设计。外形尺寸小，占地面积少，运行稳定，操作方便，运行、保养和维修成本较低。 2、工作无油。泵腔体内无润滑介质，内部无油，不耗油，无滴漏，不用担心高真空状态下油气返流至客户端，无油气和油雾排放，可获得洁净真空，可抽含有少量小颗粒的空气，转子不易磨损，运行平稳，使用寿命长。 3、真空度高，抽速大。前级泵为干式螺杆泵，采用专为其开发的转子型线，型线密封好，变螺距转子，结构更复杂，精度更高，可高速运转，转子无接触，无需润滑介质，极限真空度高。

数据来源：公司官网，西南证券整理

国内市场方面，公司主要为经销模式，在全国有 800 多家销售网点。空气压缩机下游应用领域广泛、客户群体庞大、分布范围广；作为工业生产的基础动力设备，空气压缩机售后保养维修需求较大，用户要求及时、专业的售后服务。针对空气压缩机行业特点，公司主要采取经销的销售模式，由经销商开拓终端市场并就近向用户提供及时、专业的售后服务。

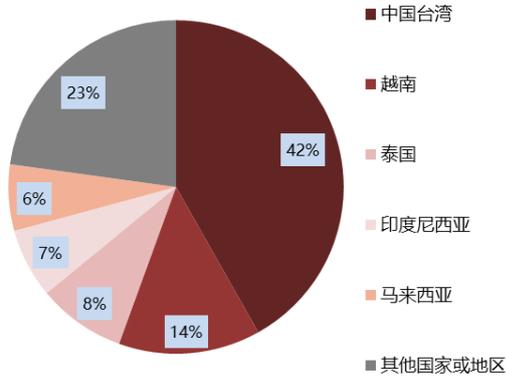
图 30：公司部分合作大客户



数据来源：公司公告，西南证券整理

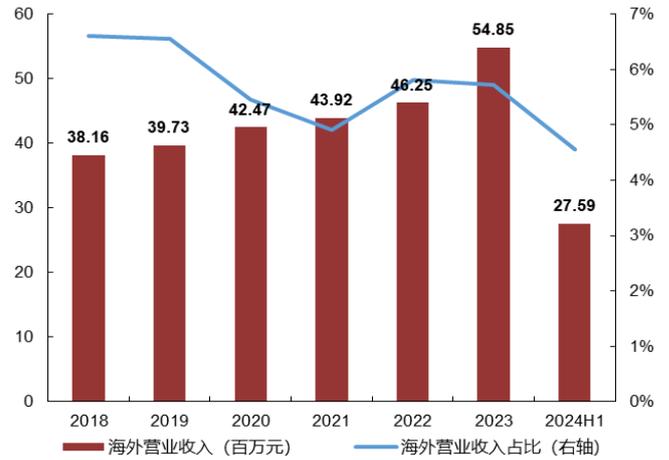
海外市场进一步打开公司成长空间。公司产品的出口区域主要为中国台湾、印度尼西亚、越南、泰国和马来西亚等东南亚国家和地区。2018-2023 年公司海外收入从 3816 万元增长至 5484 万元，营收占比在 5% 左右。

图 31：公司海外收入地区分布（2021 年）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：公司海外收入以及占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 公司产能充足，可转债项目投产后预计达到 10 万台

公司 2023 年实施股权激励，有利于提升员工积极性。拟向激励对象授予不超过 757.824 万股限制性股票，占激励计划草案公告日公司股本总额 37891.2 万股的 2%。涉及的激励对象共计 217 人，包括：董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员等。2023 年公司营收同比增长 21%，已实现股权激励的目标。

表 10：公司股权激励情况

激励对象	授予价格	业绩考核目标
涉及的激励对象共计 217 人，包括：董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员等。	5.01 元/股	2023 年度相比 2022 年度营业收入增长不低于 10%，或净利润增长不低于 8%。2024 年度相比 2022 年度营业收入增长不低于 21%，或净利润增长不低于 16%。2025 年度相比 2022 年度营业收入增长不低于 33%，或净利润增长不低于 25%。

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司目前产能在 6-7 万台/年，可转债项目达产后将提升至 10 万台/年。公司 IPO 项目“年产 3 万台空压机扩产项目”已经于 2021 年年底投产，加上之前的产能，公司 2023 年西柯厂区产能达到 6.5 万台左右。2023 年 8 月公司发布可转债预案，拟募资 6 亿元用于“厂房搬迁及配套扩产项目”，项目达产后，公司产能将进一步提升至 10 万台左右。

表 11：公司 IPO 项目情况

项目	募资金净额 (万元)	项目达到预定可使用状态日期
年产 3 万台空压机扩产项目	24,407.26	2021 年 12 月 31 日
无油螺杆空压机研发及产业化项目	9,896	2025 年 12 月 31 日
研发中心升级建设项目	4,921	2023 年 12 月 31 日
补充流动资金	5,000	/
合计	44,224.26	/

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 12：公司可转债项目

项目	投资金额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
厂房搬迁及配套扩产项目	132,850.65	60,000.00

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 他山之石：复盘海外巨头阿特拉斯的成长之路

4.1 阿特拉斯百年历史企业，布局四大业务

阿特拉斯·科普柯集团创立于 1873 年的瑞典，客户遍布全球 182 个国家，在 26 个国家拥有生产设施，在 71 个国家拥有 53000 名员工。集团在纳斯达克 OMX 斯德哥尔摩上市。2023 年集团营收约为 1730 亿瑞典克朗，2007-2023 年营收 CAGR 为 7.5%。

阿特拉斯·科普柯集团业务覆盖四大业务领域，分别是压缩机技术业务、真空技术业务、工业技术业务、动力技术业务，2023 年营收占比分别为 44%、25%、16%、15%。

图 33：阿特拉斯·科普柯集团发展历程

初创与初期发展	<ul style="list-style-type: none"> 1899 年公司购买了一台美国压缩机供内部使用； 1904 年使用德国的设计图纸开始自行生产活塞压缩机； 1907 年交付了第一台由内燃机驱动的移动式空气压缩机，后续开展了广泛的压缩机生产，销量不断增加。
技术革新和市场拓展	<ul style="list-style-type: none"> 1930 年开始开发柴油发动机压缩机。 1952 年设计部门负责开发轻型、移动式风冷压缩机，并在 1956 年收购比利时压缩机工厂 ARPIC。 1954 年公司获了发明者 Alf Lysholm 螺杆压缩机的专利，经过密集的技术开发，于 1955 年向基律纳的 LKAB 交付了螺杆压缩机。 1967 年在全球率先推出可生产无油压缩空气的移动式螺杆压缩机。同时，推出无油固定式压缩机 Z 系列，为在医疗保健和食品工业中使用气动技术开辟了新机会。
持续创新与全球化	<ul style="list-style-type: none"> 1994 年公司和无锡压缩机厂合资（一厂），2012 年建立第二工厂。 已成为跨国集团，客户遍布 180 多个国家。

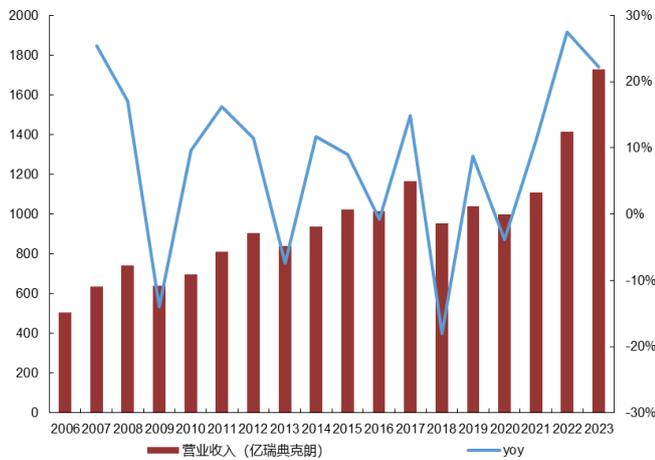
数据来源：公司官网，西南证券整理

表 13：公司业务覆盖四大业务领域

业务领域	提供产品	营收规模	利润率	下游行业	地区分布
压缩机技术业务	提供压缩空气和气体解决方案，如工业压缩机、气体和工艺压缩机及膨胀机、空气和气体处理设备空气管理系统以及通过全球网络提供的服务。	2023 年 MSEK 75552	24.5%	通用制造业 25%、过程工业 26%、建筑 13%、商业和公共服务 15%、电子 3%、汽车 2%、其他 15%	亚洲/大洋洲 31%、欧洲 31%、北美洲 25%、非洲/中东 7%、南美洲 6%
真空技术业务	通过全球网络提供真空产品、排气管理系统、阀门及相关产品和服务。	2023 年 MSEK 42812	22.4%	通用制造业 12%、过程工业 26%、商业和公共服务 1%、电子 59%、其他 2%	亚洲/大洋洲 58%、欧洲 16%、北美洲 25%、非洲/中东 1%
工业技术业务	通过全球网络提供工业电动工具、装配和机器视觉解决方案、质量保证产品和服务。	2023 年 MSEK 28453	21.7%	通用制造业 22%、过程工业 3%、建筑 2%、商业和公共服务 6%、电子 3%、汽车 54%、其他 9%	亚洲/大洋洲 30%、欧洲 34%、北美洲 32%、非洲/中东 1%、南美洲 3%
动力技术业务	通过移动式压缩机、发电机、能源存储系统脱水泵和工业泵等产品，以及一系列配套产品，提供便携式空气和动力、工业和便携式流量解决方案。它还提供特种租赁服务并通过全球网络提供服务。	2023 年 MSEK 26899	19.3%	通用制造业 19%、过程工业 27%、建筑 30%、商业和公共服务 5%、其他 19%	亚洲/大洋洲 22%、欧洲 35%、北美洲 28%、非洲/中东 8%、南美洲 7%

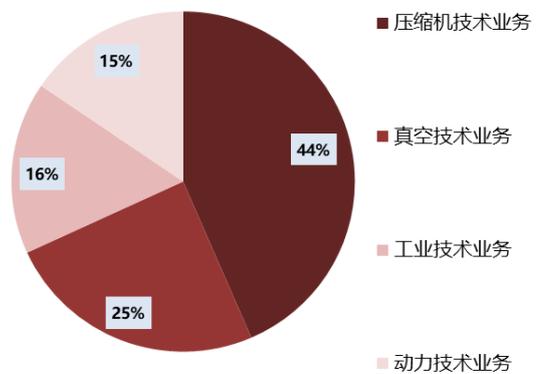
数据来源：阿特拉斯公司官网，西南证券整理

图 34：阿特拉斯公司营收情况



数据来源：阿特拉斯公司公告，西南证券整理

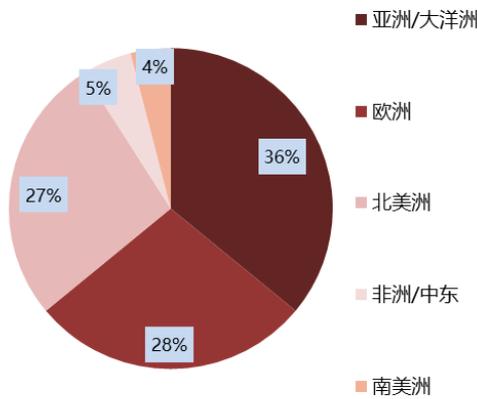
图 35：阿特拉斯公司营收结构



数据来源：阿特拉斯公司公告，西南证券整理

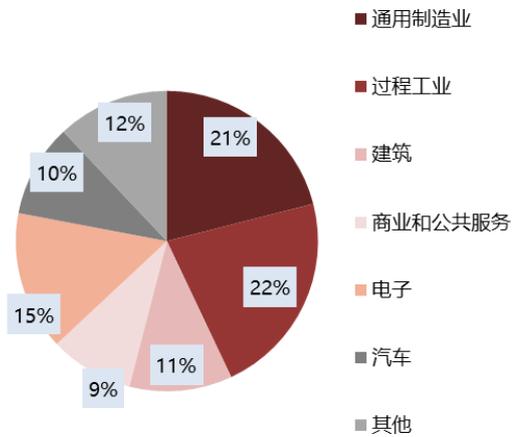
公司业务全球分布，2023 年前三大地区亚洲/大洋洲、欧洲、北美洲营收占比分别为 36%、28%、27%；从下游行业分布看，2023 年前三大行业分别是过程工业、通用制造业、电子，占比分别为 22%、21%、15%。

图 36: 阿特拉斯公司营收全球地区分布情况 (2023 年)



数据来源: 阿特拉斯公司公告, 西南证券整理

图 37: 阿特拉斯公司下游分布情况 (2023 年)



数据来源: 阿特拉斯公司公告, 西南证券整理

对比来看, 目前东亚机械业务主要布局在国内, 并且业务目前主要集中在螺杆机, 2023 年海外收入 5484 万元, 海外业务发展处于起步阶段, 但是长期来看, 出海为扩大收入规模、实现持续性增长的必然途径。

4.2 发展核心要素: 收购实现多品牌运作、重视技术创新和服务、持续股权激励

阿特拉斯公司多品牌运作, 通过收购实现业务多元化。公司收购能够增强或者补充现有核心业务的公司, 例如具备核心技术、高效的制造和产品开发、强大的营销推广能力。目前公司有近 600 多家子公司, 2021、2022、2023、2024 年至今公司分别收购 18、30、17、31 家公司。公司多品牌运作, 目前旗下大约有 50 个不同的品牌, 包括 Edwards (全球真空泵领军者)、LEWA (全球领先的隔膜计量泵、工艺泵以及综合计量系统和安装制造商) 等。

表 14: 公司部分收并购

日期	收购	业务领域	收入 (MSEK)	员工数量
2024 Nov 8	ESA Service S.r.l,	真空技术业务	118	40
2024 Nov 6	SCS Makina A.Ş.	压缩机技术业务	40	11
	Pennine Pneumatic Services Limited ("PPS")	压缩机技术业务		84
2024 Nov 4	Air Way Automation Ltd	工业技术业务	370	98
2024 Oct 3	Perslucht Wilda B.V.	动力技术业务		9
2024 Oct 2	Kinder-Janes Engineers Ltd	动力技术业务	164	20
2024 Oct 2	Pomac BV	动力技术业务	95	23
2024 Oct 2	Arlógica Máquinas e Equipamentos, Lda	压缩机技术业务		9
2024 Oct 2	Easy Filtration SRL	压缩机技术业务		9

数据来源: 阿特拉斯公司官网, 西南证券整理

图 38: 阿特拉斯·科普柯集团旗下品牌



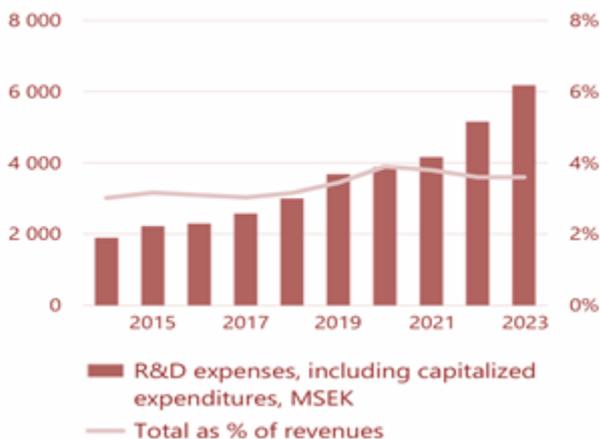
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

对比来看, 目前东亚业务主要业务品类为螺杆机, 主要品牌为“捷豹”, 收并购外延式发展目前还未有较大动作, 但是公司也在关注有生产、技术、销售能力的能够和公司业务协同的标的。

阿特拉斯重视技术和创新。2023 年公司研发投入 61.66 亿瑞典克朗(40 亿人民币以上), 收入占比 4%, 在开发高效的技术和解决方案方面不断增加投入, 以实现向低碳社会的转型。

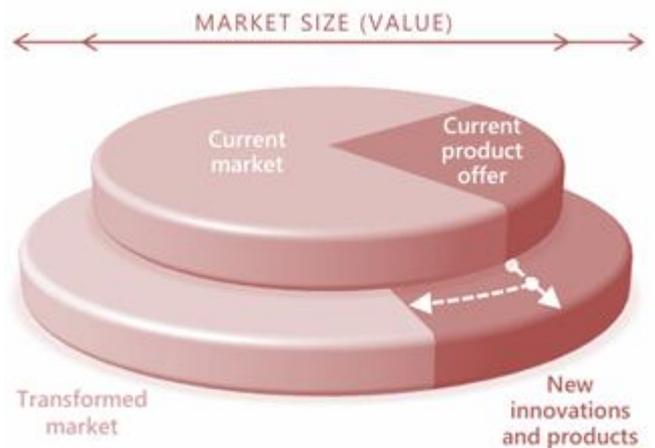
公司充分利用数字化为业务赋能。公司利用大数据、机器学习等, 进行市场分析、能源检测、预防性维护等。

图 39: 阿特拉斯公司研发投入占比 4%



数据来源: 阿特拉斯公司官网, 西南证券整理

图 40: 阿特拉斯公司重视技术和创新

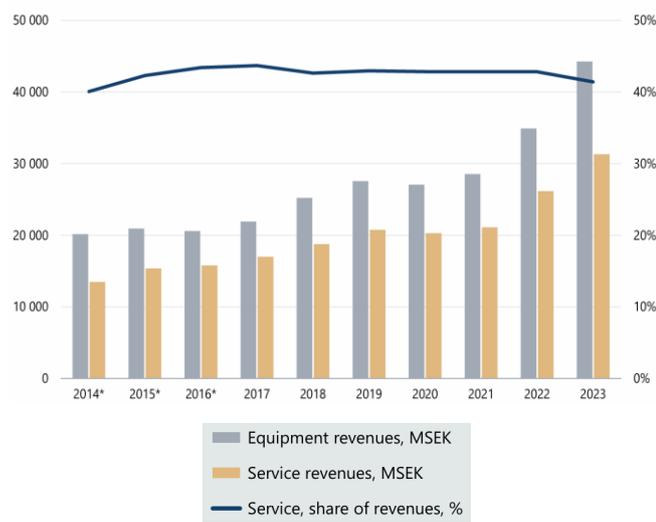


数据来源: 阿特拉斯公司官网, 西南证券整理

对比来看，东亚机械 2023 年研发投入 0.55 亿元，营收占比 5.72%，研发投入规模和阿特拉斯有较大的差距，但是营收占比基本在同一水平，未来随着公司营收规模的扩大，研发投入也有望持续增长。同时 2017 年公司向市场推出具备物联网功能的空气压缩机，逐步导入数字化技术为业务赋能。

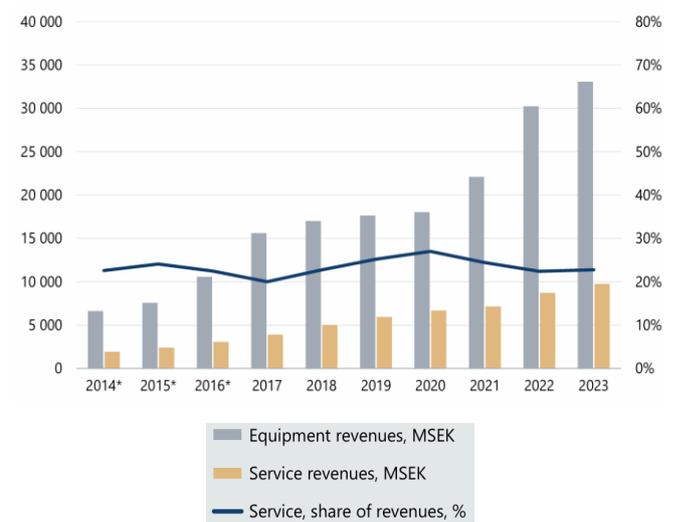
阿特拉斯重视服务，服务营收占比高。2023 年公司设备收入占比 65%，服务收入占比 35%，服务收入包括备件、维护、修理、特种租赁等。其中，对于压缩机技术业务收入，2014-2023 年设备收入 CAGR=8%，服务收入 CAGR=9%，服务业务收入占总营收的 40% 以上，2023 年占比 41%。对于真空技术业务收入，2014-2023 年设备收入 CAGR=20%，服务收入 CAGR=20%，服务业务收入占总营收的 20% 以上，2023 年占比 23%。

图 41：阿特拉斯公司压缩机技术业务服务收入占比 40% 以上



数据来源：阿特拉斯公司官网，西南证券整理

图 42：阿特拉斯公司真空技术业务服务收入占比 20% 以上



数据来源：阿特拉斯公司官网，西南证券整理

对比来看，东亚机械目前主要为经销商模式，售后服务主要为经销商完成，公司服务收入占比低，但是有利于在短期内扩大销售体量，未来公司有望逐步发展“准直销”模式，进一步提升大客户的占比。

阿特拉斯持续股权激励提升员工积极性。2017-2023 年公司实施基于绩效的员工股票期权计划，以 2023 年为例，股权激励计划针对阿特拉斯最多 500 名核心员工，他们有机会购买最多 1030.2190 万股公司股票。期权的发行取决于集团的价值增加，以 2023 年的经济附加值（EVA，定义为调整后的营业利润和利息收入减去税费和资本成本）衡量。股票激励计划基于职位、资格和个人表现，被指定的员工分为四类，具有不同的最大期权数量。此外，集团管理层和部门总裁对公司的良好价值发展具有长期利益，对自有投资有要求，作为参与 2023 年基于绩效的员工股票期权计划的先决条件，必须在税前将各自 2023 年基本工资的 10% 投资于公司股票，投资额度降低将按比例减少绩效股票期权的数量，选择投资公司股票的集团管理层和部门总裁除了按比例参与该计划外，还有权在三年后的投资年份购买与 2023 年购买的股票数量相对应的匹配期权，价格为 2023 年年度报告发布后 10 个工作日内公司平均收盘价的 75%，且需继续受雇和继续持有这些股票。

公司注重股东回报，维持较高的分红比例。过去三年的平均分红比例接近 50%，过去五年的分红比例超 50%。

图 43: 阿特拉斯公司持续进行股权激励

Own investment for Group Management and division presidents							
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Stock option plan 2023:					Own investment required		Exercisable →
Stock option plan 2022:				Own investment required		Exercisable →	
Stock option plan 2021:		Own investment required		Exercisable →			
Stock option plan 2020:	Own investment required		Exercisable →				

数据来源: 阿特拉斯公司官网, 西南证券整理

对比来看, 东亚机械也在积极对核心管理人员、技术人员实施股权激励, 实现较好的效果。上市以来平均分红率达到 39%, 重视股东回报。

整体来看, 阿特拉斯值得学习的发展方式包括: 收购实现多品牌运作、重视技术创新和服务、持续股权激励等, 对比来看目前东亚机械业务规模体量较小, 但是同样重视技术以及核心人员的激励, 在外延并购发展以及服务收入方面仍有较大进步空间。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 公司逐步提升螺杆机在国内市占率, 叠加无油螺杆等高端产品逐步放量, 假设 2024-2026 年螺杆机订单增速分别为 23.5%、21.7%、21.9%;

假设 2: 随着高端产品放量, 毛利率逐步提升, 2024-2026 年螺杆机毛利率分别为 32%、32.5%、33%;

假设 3: 公司离心机已完成阶段性应用试验, 未来加快将产品推向市场, 假设 2024-2026 年其他产品订单增速分别为 20%、20%、20%。

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 15: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
螺杆机	收入	742.71	916.88	1116.18	1360.13
	增速	21.5%	23.5%	21.7%	21.9%
	毛利率	29.8%	32.0%	32.5%	33.0%
其他产品	收入	191.56	229.87	275.85	331.02
	增速	17.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	25.8%	26.0%	26.0%	26.0%
其他业务	收入	24.32	29.18	35.02	42.02

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	增速	20.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	75.2%	75.0%	75.0%	75.0%
	收入	958.59	1175.93	1427.05	1733.17
合计	增速	20.6%	22.7%	21.4%	21.5%
	毛利率	30.2%	31.9%	32.3%	32.7%

数据来源：Wind, 西南证券

5.2 相对估值

选取伊之密、国茂股份作为可比公司，两家公司均生产通用设备，和公司下游具备较高的重叠度，伊之密主要产品为注塑机，国茂股份主要产品为减速机。2024-2026年可比公司平均 PE 为 16、14、12 倍。公司逐步提升螺杆机在国内市占率，叠加无油螺杆等高端产品逐步放量，未来三年公司营收复合增长率为 22%，归母净利润复合增长率为 28%，显著优于行业。我们给予公司 2025 年 18 倍 PE，对应目标价 13.14 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 16：可比公司估值（收盘价日期为 11 月 22 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300415.SZ	伊之密	21.39	1.02	1.34	1.65	1.97	20.97	15.98	12.99	10.84
603915.SH	国茂股份	12.17	0.60	0.55	0.67	0.77	20.28	22.06	18.22	15.74
002158.SZ	汉钟精机	18.06	1.62	1.72	1.85	2.09	11.16	10.50	9.74	8.66
平均值							17	16	14	12

数据来源：Wind, 西南证券整理

6 风险提示

1) 固定资产投资放缓导致需求增速放缓风险。空压机是工业生产活动中必不可少的设备之一，广泛应用于装备制造、汽车、冶金、电力、电子、医疗、纺织等工业领域，工业领域固定资产投资对空气压缩机的需求影响较为明显。如果固定资产投资放缓，导致对空气压缩机的需求增速减缓，将对公司经营业绩带来不利影响。

2) 市场竞争加剧的风险。国内空压机行业出现了以东亚机械、开山股份和鲍斯股份等为代表的具备螺杆空压机自主设计、制造能力的优质企业。但是，高端市场中阿特拉斯、英格索兰等为代表的国际企业仍处于优势地位，中低端市场中众多不具备螺杆主机设计、生产能力的中小型企业依靠价格战来争夺市场份额，使市场竞争日趋激烈，公司可能面临产品价格下降、毛利率下降、利润下滑等风险，进而给公司经营业绩带来不利影响。

3) 原材料价格波动的风险。原材料成本占公司主营业务成本比例超过 70%。公司生产所需的主要原材料包括变频器、电机、铸件等，如果未来主要原材料价格发生大幅波动，而公司未能采取有效措施予以应对，将对公司的经营业绩带来不利影响。

4) 新产品拓展不及预期的风险。无油螺杆机、离心机为公司拓展的高端产品，目前国产化率不足 10%，公司如果市场拓展不及预期，将对公司的经营业绩带来不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	958.59	1175.94	1427.05	1733.17	净利润	163.04	227.54	277.72	339.70
营业成本	669.17	800.88	966.31	1166.75	折旧与摊销	44.14	27.37	27.37	27.37
营业税金及附加	9.91	11.76	14.27	10.40	财务费用	-3.97	-5.55	-4.86	2.40
销售费用	29.35	35.28	42.81	52.00	资产减值损失	-5.09	5.00	5.00	5.00
管理费用	41.99	107.01	125.58	149.05	经营营运资本变动	94.66	-266.00	-20.18	-22.52
财务费用	-3.97	-5.55	-4.86	2.40	其他	-16.99	-3.24	-7.94	-1.17
资产减值损失	-5.09	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	275.80	-14.89	277.10	350.78
投资收益	17.10	0.00	0.00	0.00	资本支出	-120.00	-200.00	-150.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-374.52	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-494.52	-200.00	-150.00	-100.00
营业利润	184.87	221.56	277.94	347.58	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.19	34.10	34.10	34.10	长期借款	8.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	183.68	255.66	312.04	381.68	股权融资	14.80	0.00	0.00	0.00
所得税	20.64	28.12	34.32	41.98	支付股利	-56.84	-32.61	-45.51	-55.54
净利润	163.04	227.54	277.72	339.70	其他	-14.82	5.55	4.86	-2.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-48.16	-27.06	-40.65	-57.94
归属母公司股东净利润	163.04	227.54	277.72	339.70	现金流量净额	-266.91	-241.95	86.46	192.84
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	525.93	283.97	370.43	563.27	成长能力				
应收和预付款项	151.01	189.53	229.76	278.29	销售收入增长率	20.60%	22.67%	21.35%	21.45%
存货	185.39	222.55	274.21	329.40	营业利润增长率	1.43%	19.85%	25.45%	25.05%
其他流动资产	44.62	34.14	41.43	50.31	净利润增长率	2.04%	39.56%	22.05%	22.32%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	1.81%	8.15%	23.45%	25.59%
投资性房地产	119.52	119.52	119.52	119.52	获利能力				
固定资产和在建工程	379.81	557.81	685.81	763.81	毛利率	30.19%	31.89%	32.29%	32.68%
无形资产和开发支出	43.19	37.82	32.45	27.09	三费率	7.03%	11.63%	11.46%	11.74%
其他非流动资产	440.12	440.12	440.12	440.12	净利率	17.01%	19.35%	19.46%	19.60%
资产总计	1889.58	1885.46	2193.73	2571.81	ROE	12.51%	15.18%	16.05%	16.86%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.63%	12.07%	12.66%	13.21%
应付和预收款项	304.18	342.11	415.27	505.69	ROIC	50.82%	34.83%	28.04%	30.75%
长期借款	8.70	8.70	8.70	8.70	EBITDA/销售收入	23.48%	20.70%	21.05%	21.77%
其他负债	273.05	36.07	38.97	42.48	营运能力				
负债合计	585.94	386.89	462.94	556.87	总资产周转率	0.54	0.62	0.70	0.73
股本	378.91	381.77	381.77	381.77	固定资产周转率	3.75	5.10	6.85	9.30
资本公积	369.40	366.54	366.54	366.54	应收账款周转率	9.06	9.34	9.19	9.21
留存收益	555.33	750.26	982.48	1266.63	存货周转率	3.43	3.81	3.83	3.83
归属母公司股东权益	1303.64	1498.57	1730.78	2014.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.79%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1303.64	1498.57	1730.78	2014.94	资产负债率	31.01%	20.52%	21.10%	21.65%
负债和股东权益合计	1889.58	1885.46	2193.73	2571.81	带息债务/总负债	1.48%	2.25%	1.88%	1.56%
					流动比率	1.63	2.05	2.12	2.32
					速动比率	1.30	1.43	1.48	1.70
					股利支付率	34.86%	14.33%	16.39%	16.35%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	225.04	243.38	300.45	377.35	每股收益	0.43	0.60	0.73	0.89
PE	24.70	17.70	14.50	11.86	每股净资产	3.41	3.93	4.53	5.28
PB	3.09	2.69	2.33	2.00	每股经营现金	0.72	-0.04	0.73	0.92
PS	4.20	3.43	2.82	2.32	每股股利	0.15	0.09	0.12	0.15
EV/EBITDA	11.92	12.14	9.54	7.09					
股息率	1.41%	0.81%	1.13%	1.38%					

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
	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	zymf@swsc.com.cn
上海	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	ljlong@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
	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
北京	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
	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	xyx@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@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	lzh@swsc.com.cn
