



Research and
Development Center

受益于大型化项目，气力输送领域领军者

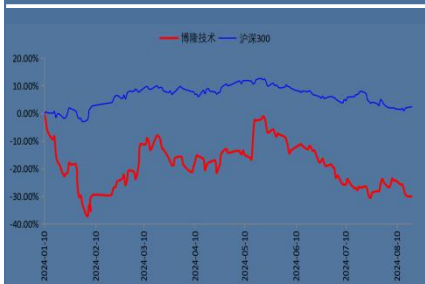
—博隆技术(603325.SH)首次覆盖报告

2024年9月2日

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
博隆技术 (603325)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	62.60
52 周内股价波动区间 (元)	50.77-97.02
最近一月涨跌幅 (%)	0.64
总股本 (亿股)	0.67
流通 A 股比例 (%)	25
总市值 (亿元)	41.74

资料来源：聚源，信达证券研发中心

王锐 机械行业首席分析师

执业编号：S1500523080006

邮箱：wangrui1@cindasc.com

韩冰 机械行业分析师

执业编号：S1500523100001

邮箱：hanbing1@cindasc.com

寇鸿基 机械行业研究助理

邮箱：kouhongji@cindasc.com

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

博隆技术 (603325.SH) 首次覆盖报告：受益于大型化项目，气力输送领域领军者

2024 年 9 月 2 日

报告内容摘要：

- ◆ 博隆技术是提供以气力输送为核心的粉粒体物料处理系统解决方案供应商。公司集处理过程方案设计、技术研发、核心设备制造、自动化控制、系统集成及相关技术服务于一体，凭借其二十余年的行业经验，具备优异的全生命周期成本效益比，在 2020 至 2022 年间，公司的气力输送系统产品于国内合成树脂市场的占有率超过 30%，稳居行业首位。
- ◆ 近年来受益于国内石化、化工行业大型项目持续增加，公司营收步入新增长通道，其营业收入从 2018 年的 2.77 亿元增长至 2023 年的 12.23 亿元，CAGR 达 56.74%，归母净利润从 2018 年的 0.54 亿元增长至 2023 年的 2.87 亿元，在 2020 年达到高点，CAGR 达 39.67%。
- ◆ 近年石化化工企业积极通过新建、改扩建等方式提升技术能力和生产水平。受益于多个大项目签订，公司在 23 年新签订单创历史新高。20/21/22/23 新签订单分别达 11.5/10.51/15.15/26 亿元。从合同负债角度，24H1 公司合同负债达 23.2 亿，创历史新高，考虑到公司项目业务执行周期一般在 2 年左右，23\24H1 后，公司亦在 ipo 后步入资本开支高峰，公司营收或将进入新成长期。
- ◆ 投资建议：2024-2026 年，我们预计公司营收分别为 15.15 亿元、20.16、25.08 亿元，分别同比增长 23.8%、33.1%、24.4%；归母净利润分别为 3.23 亿元、4.32 亿元、5.27 亿元，分别同比增长 12.3%、33.7%、22.0%；对应 PE 分别为 13.0X、9.8X、8.0X。我们看好公司在手订单持续支撑业务增长。并有望于合成树脂的扩产周期中，持续维持其气力输送领域龙头地位，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ 风险因素：行业下游资本开支超预期下调，供应链风险，项目推进不及预期，宏观经济增速放缓。

财务指标(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,041	1,223	1,515	2,016	2,508
同比 (%)	6.4%	17.5%	23.8%	33.1%	24.4%
归属母公司净利润	237	287	323	428	523
同比 (%)	-2.0%	21.5%	12.3%	32.6%	22.2%
毛利率 (%)	32.1%	32.1%	31.8%	31.4%	31.0%
ROE (平均) (%)	27.5%	25.0%	12.5%	14.3%	14.8%
EPS (摊薄) (元)	3.55	4.31	4.84	6.42	7.84
P/E	17.64	14.52	12.93	9.75	7.98
P/B	4.85	3.63	1.62	1.39	1.18

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测，股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价

目录

投资聚焦	4
一、博隆技术：专注气力运输系统二十年，粉粒体物料处理领域领军者	5
二、增长持续受益于国内石化化工大型项目扩产周期，在手及新签订单屡创新高	8
三、显著受益于合成树脂扩产周期，气力输送系统行业前景广阔	13
2、国内合成树脂市场需求旺盛，技术升级带来新机遇	13
3、项目优势是通向市场份额的集中化的桥梁	15
三、盈利预测与公司估值	16
1、盈利预测	16
2、相对估值	17
四、风险因素	18

表目录

表 1：IPO 募投资金用途（万元）	8
表 2：公司签订的聚烯烃项目单线装置统计	12
表 3：公司主要产品市场地位	16
表 4：博隆技术主营产品核心假设	17
表 5：博隆技术主要财务指标预测（百万元）	18
表 6：可比公司盈利预测及估值情况	17

图目录

图 1：博隆技术发展历程	5
图 2：化工行业常用输送方式对比	6
图 3：博隆技术气力输送系统上下游	6
图 4：典型气力输送系统范例	7
图 5：博隆股份股权结构	7
图 6：历年公司营业总收入（亿元）概况	8
图 7：历年公司归母/扣非归母净利润（亿元）概况	8
图 8：历年公司毛利率和净利率情况	9
图 9：历年公司期间费用率情况	9
图 10：历年公司各项业务占比情况	10
图 11：历年公司各项业务毛利率变化情况	10
图 12：历年公司产销量	10
图 13：历年公司现金收入比概况	10
图 14：历年公司在手订单概况	11
图 15：历年公司新签订单概况	11
图 16：历年公司合同负债概况（亿元）	11
图 17：历年公司资本开支概况	11
图 18：2023 年公司气力输送系统成本构成（%）	12
图 19：2023 年 H1 公司上下游客户集中度 CR5	12
图 20：人均创收（万元）	12
图 21：人均创利（万元）	12
图 22：人均创收、人均创利及员工人数比	12
图 23：全球气力输送系统市场规模预测	13
图 24：国内合成树脂产量及表观消费量缺口	14
图 25：2015-2022 年我国聚乙烯产量及进口依赖度	15
图 26：2015-2022 年我国聚丙烯产量表现消费量	15

投资聚焦

气力输送系统具备密闭无污染，灵活自由、自动化程度高等优势，在生产流程中涉及粉状、粒状等散状物料输送的行业中均可应用公司凭借其二十余年的行业经验，具备优异的全生命周期成本效益比，在国内外气力输送系统上具备较强的竞争力，**在 2020 至 2022 年间，公司的气力输送系统产品于国内合成树脂市场的占有率超过 30%，稳居行业首位。**

由于公司项目制，定制化的业务性质原因，在定制化的采购生产计划框架下，公司近年产销率较高。因公司主要产品为大型成套系统，其执行周期较长，整体执行周期或通常在 2 年以上。23 年公司成套系统/单一系统销售套数分别达 52/32 套，相较 20 年的 17/6 套，近年来产品销售套数大幅提升。公司客户质量优质、现金流优异。近年来公司现金收入比回升至 100% 以上，2023 年达 143%，2024 年 H1 则为 239%，公司下游客户多为业内知名龙头企业，故现金流状况较为优质，迥异于传统的工程项目公司。

近年石化化工企业积极通过新建、改扩建等方式提升技术能力和生产水平，达到“减油增化”、延长产业链，受益于多个大项目签订，公司在 23 年实现新签订单创历史新高。公司 20/21/22/23H1/24H1 在手订单分别达 27.2/28.4/32/35.6/49.2 亿元，从合同负债角度，24H1 公司合同负债达 23.2 亿，创历史新高，其 23 年收入仅为 12.3 亿元，考虑 2 年执行周期，订单作为收入的先行指标，此外，23\24H1，公司 ipo 后步入资本开支高峰，公司营收或将进入新成长期。

从全球角度来讲，气力输送系统技术要求/定制化程度较高，持续受益于环保节能和工业自动化浪潮，其市场发展受全球制造业产业结构升级的驱动。气力输送系统广泛应用于石化、钢铁、精细化工、食品医药等领域，近年来全球气力输送系统的市场需求也在持续增长。根据 skyquest 和 research and markets 的预测，2021/2022/2023 年全球气力输送系统市场规模分别达 284/308.2/326.1 亿美元，预计到 2027/2031 年将增长至 405/511.9 亿美元，2023-2031 年间年均复合增长率（CAGR）为 5.80%。

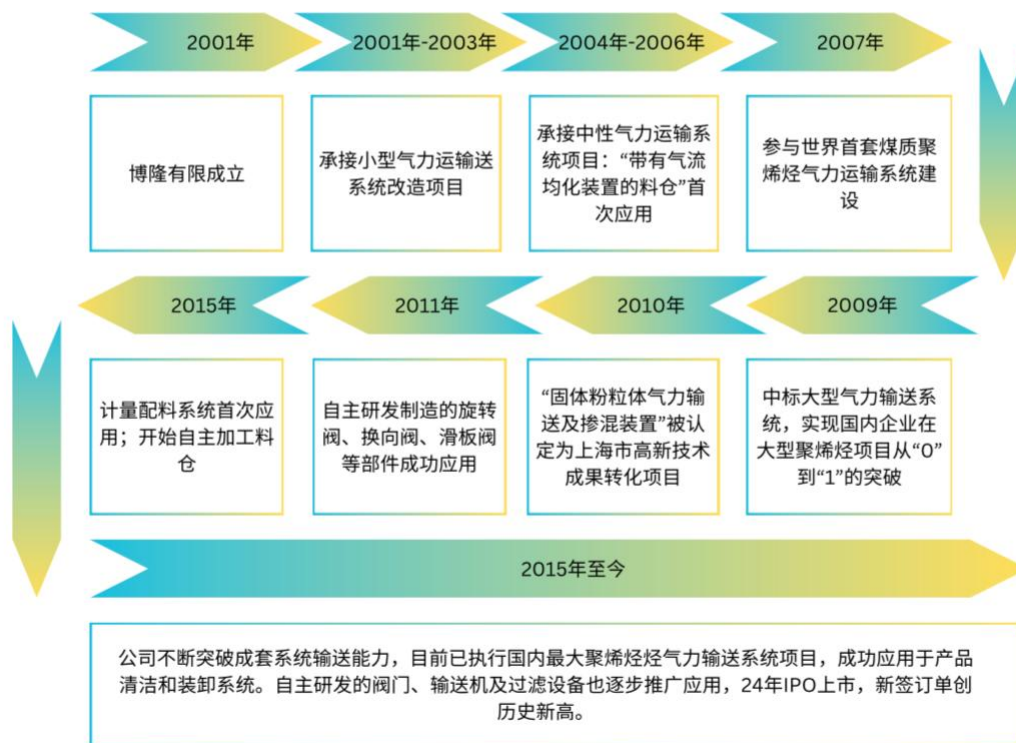
随国内人力成本和环保要求的提升，气力输送系统有助于相关行业内的企业高效清洁生产，实现高能效、低损耗、经济环保的目标，同时消除相关企业生产中粉尘爆炸等危险因素，实现安全生产，公司或在现有相关行业业务的基础上，凭借自身设计和集成技术优势、工程应用经验，加大其他细分行业的研发、业绩积累和规模，进一步推动气力输送系统在相关行业的应用渗透和国产化，扩充自身业务市场空间。

我们看好公司在手订单充裕，持续支撑业务增长。2024-2026 年，我们预计公司营收分别为 15.15 亿元、20.16、25.08 亿元，分别同比增长 23.8%、33.1%、24.4%；归母净利润分别为 3.23 亿元、4.32 亿元、5.27 亿元，分别同比增长 12.3%、33.7%、22.0%。我们看好公司在手订单持续支撑业务增长。并有望于合成树脂的扩产周期中，持续维持其气力输送领域龙头地位，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

一、博隆技术：专注气力运输系统二十年，粉粒体物料处理领域领军者

气力输送领域成套系统领军者。博隆技术（全称上海博隆装备技术股份有限公司 / 603325.SH）是一家专业提供以气力输送为核心的粉粒体物料处理系统解决方案供应商。公司集处理过程方案设计、技术研发、核心设备制造、自动化控制、系统集成及相关技术服务于一体：1) 主要产品涵盖气力输送技术为核心的成套系统，以及计量配料、过滤分离、净化除尘等单一功能系统。2) 公司产品广泛应用于合成树脂相关的石化、化工行业，并逐步向有机硅、改性塑料、制药、食品等行业扩展。

图 1：博隆技术发展历程



资料来源：招股说明书，公司年报，信达证券研发中心

公司发展历程：1) 2001 年，上海博隆粉体工程有限公司成立，后不断承接气力输送改造项目，积累技术能力和项目经验。2) 2007 年公司参与世界首套煤质气力输送系统建设，此后不断实现技术突破，完成国内对应领域的国产替代。3) 后收购格瓦尼公司，尝试进行国际市场扩张，2024 年公司上市，同年公司新签订单创历史新高。博隆技术凭借自主研发的气力输送系统核心技术，在行业中占据领先地位，成功实现了关键技术的进口替代和部分核心设备的自主生产。

公司凭借其二十余年的行业经验，具备优异的全生命周期成本效益比，在国内外气力输送系统上具备较强的竞争力，在 2020 至 2022 年间，公司的气力输送系统产品于国内合成树脂市场的占有率超过 30%，稳居行业首位。

气力输送利用气流的能量，在密闭管道内沿气流方向输送颗粒状物料，是流态化技术的一种具体应用。气力输送系统具备密闭无污染，灵活自由、自动化程度高等优势，在生产流程中涉及粉状、粒状等散状物料输送的行业中均可应用。

图 2：化工行业常用输送方式对比

化工行业常用的输送方式



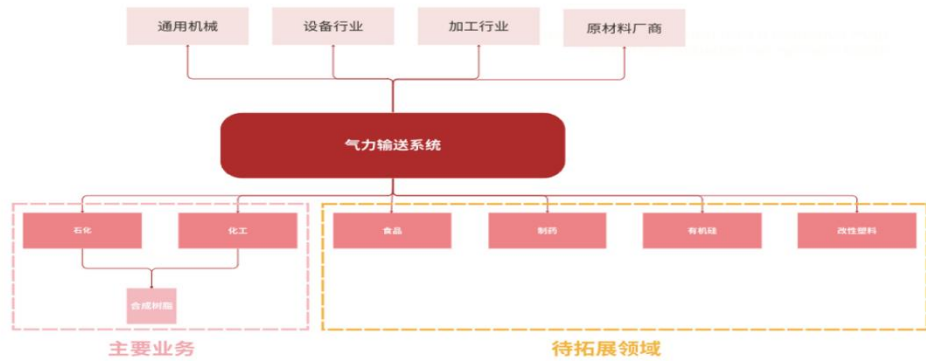
项目	气力输送	皮带输送机	斗式提升机	螺旋输送机	链式输送机	振动式输送机
输送物飞散	无	有风险	无	无	无	有风险
异物混入、污染	无	有风险	无	无	无	无
输送物残留	无	无	有	少量	有	有
输送线路布置	自由设置	直线 0-40°	直线 90°	直线 0-90°	直线 0-90°	直线 0-90°
路线分枝	容易	可能	不可	不可	困难	困难
输送线路截面	小	大	大	中	大	大
主要检修部件	阀门类	滚轮、轴承类	滚轮、轴承类	轴承类	轴承类	整体
输送物粒径	小中	小中大	小中	小中	小中	小中
输送距离	小中	小中大	小	小	小中	小
输送能耗	大	小	小	中	大	大

资料来源：吉泰来微信公众号，信达证券研发中心

从国际经验来看，国外气力输送龙头如科倍隆等，其下游应用行业众多，我国气力输送系统起步相对较晚，后续仍有较大发展空间。气力输送系统目前在国内石化、化工等行业中已经实现大规模应用，在食品、制药领域亦开始实现广泛应用，而硅材料、新能源、新材料等新兴领域则仍在逐步推广，当前，公司亦逐步从石化、化工领域向有机硅、改性塑料等领域进行业务拓展。

在整个产业链中，气力输送系统起着连接上下游的桥梁作用：1) 上游合作伙伴多为知名外资企业。行业上游主要依赖于通用机械、设备行业、加工行业和原材料厂商的供应。这些上游行业为气力输送系统提供风机、压缩机、机械设备及零部件、铝材、钢材、管道等关键组件和材料，决定了气力输送系统的生产成本和技术性能，由于使用习惯和性能考虑，在前期招标和技术交流过程中，客户通常会就系统内部分设备和部件指定品牌范围，公司与艾珍集团、科倍隆集团等供应商在气源设备、大型阀门的采购中建立了长期稳定合作关系。2) 龙头企业以**工程经验和核心技术能力把握系统集成**。气力输送系统目前主要应用的石化、化工领域具有项目体量大，执行周期长的特征，公司需根据下游客户需求，以严密且准确的技术、数据和工程经验结合上游行业的各类基础部件进行性能集成、产品制造，从而达到对应的能耗和运行稳定性要求。因此进入行业需要长期技术沉淀积累以及丰富的技术研发能力。

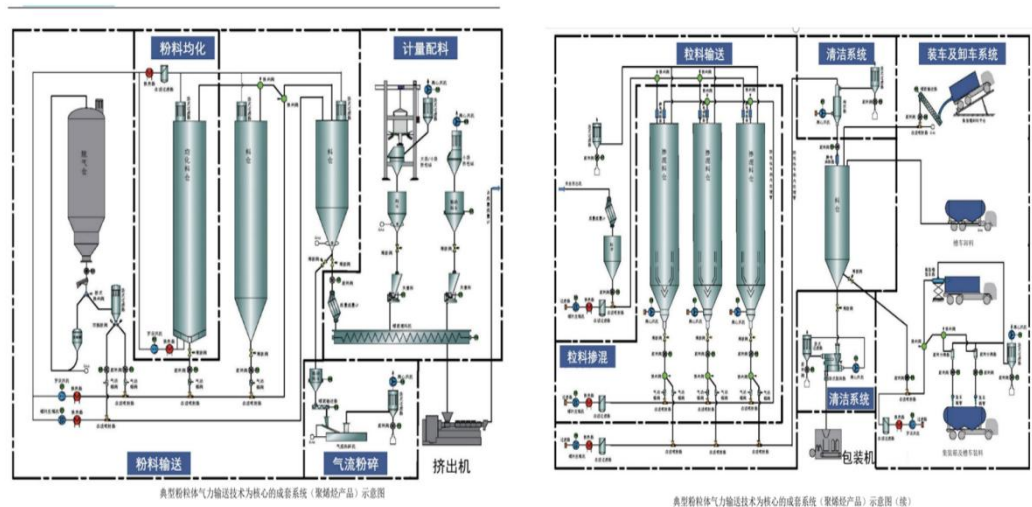
图 3：博隆技术气力输送系统上下游



资料来源：博隆技术招股说明书，iFinD，信达证券研发中心

公司产品系统具备高度个性化特征。由于公司的业务合同规模较大，且均为根据客户订单进行的个性化设计、集成的定制设备，其合作客户多为业内知名央国企，如中石油、中石化、宝丰能源等，其每个产品的设计生产均包含独立研发、规划的过程，供货范围和复杂性较广，因此公司采用“以销定产”的生产模式和“以产定购”的采购方式，产销量以系统个数为统计单位，不存在制造业普遍意义上的库存产成品，近年产能基本满产满销。

图 4：典型气力输送系统范例

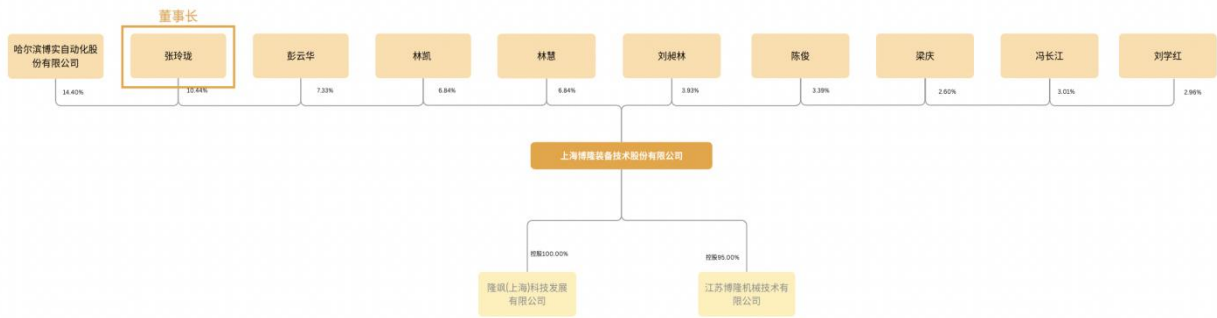


资料来源：博隆技术招股说明书，信达证券研发中心

公司经营决策权集中，七位一致行动人持股比例合计达 41.37%。截至 2024 年 6 月 30 日，七位股东张玲珑、彭云华、林凯、林慧、刘昶林、陈俊及梁庆等为公司一致行动人，在公司的历史经营决策中形成共同控制，合计持股 41.37%，公司目前第一大股东为博实股份，持有公司 14.40%的股权，且不参与对公司的共同控制决策。¹

图 5：博隆股份股权结构

¹ 注：2020 年 4 月 19 日，上述 7 名股东签署了《一致行动协议》，以保持公司控制权稳定，有效期为自签署之日起至公司上市 5 年后



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心。注: 股权结构日期截至2024年6月30日

公司 IPO 募集资金将主要用于产线智能化建设。公司将 IPO 募集资金 10.06 亿元分别投入: 1) 聚烯烃气力输送成套装备项目投入 4 亿元, 提升生产能力以满足市场增长需求, 巩固及提高市场占有率。2) 智能化粉粒体物料处理系统扩能改造项目投入 1.2 亿元, 推动公司产品智能化技术升级, 增强市场竞争力, 拓宽公司产品应用领域。3) 研发及总部大楼建设项目投入 2.87 亿元, 改善公司基础设施, 进一步提升研创水平。4) 补充流动资金项目 2 亿元, 确保公司具备充足的资金流动性, 以支持未来业务的持续扩展。

表 1: IPO 募投资金用途 (万元)

募投项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
聚烯烃气力输送成套装备项目	39,955.21	39,955.21
智能化粉粒体物料处理系统扩能改造项目	11,956.27	11,956.27
研发及总部大楼建设项目	28,691.35	28,691.35
补充流动资金项目	20,000.00	20,000.00

资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心。

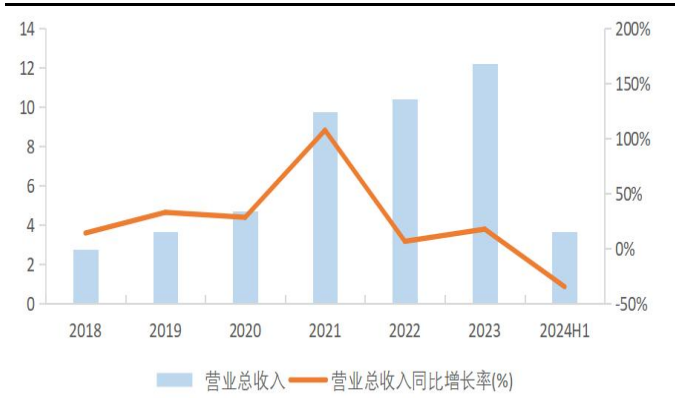
二、增长持续受益于国内石化化工大型项目扩产周期, 在手及新签订单屡创新高

自 2018 年起, 受益于国内石化、化工行业大型项目持续增加, 公司营收步入新增长通道, 其营业收入从 2018 年的 2.77 亿元增长至 2023 年的 12.23 亿元, CAGR 达 56.74%, 归母净利润从 2018 年的 0.54 亿元增长至 2023 年的 2.87 亿元, CAGR 达 39.67%。

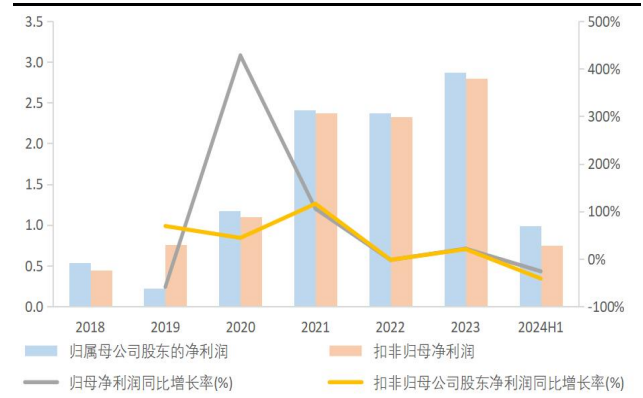
2024H1 公司营收达 3.68 亿元, 归母净利达 0.99 亿, 24H1 业绩有所下降, 主要系各近年来新签订单在 24H1 期间项目分布不平衡, 我们认为公司在手订单仍然充裕, 或将有力支撑未来收入增长。

图 6: 历年公司营业总收入 (亿元) 概况

图 7: 历年公司归母/扣非归母净利润 (亿元) 概况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

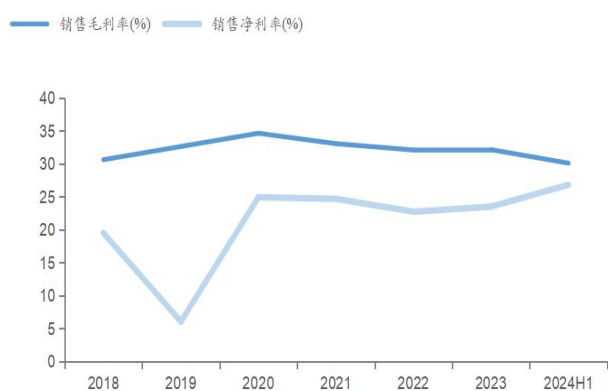


资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司毛利率和净利率维持稳定，具备较强盈利能力。2023年，公司毛利率/净利率分别达32.15%/23.50%。近年来，公司毛利率基本维持在32%-35%之间，净利率维持在22%-25%之间，受益于行业较强的技术和工程经验壁垒，公司业务维持较高的盈利水平。24H1，公司毛利率和净利率则分别达30.1%/26.81%，盈利能力进一步提升。

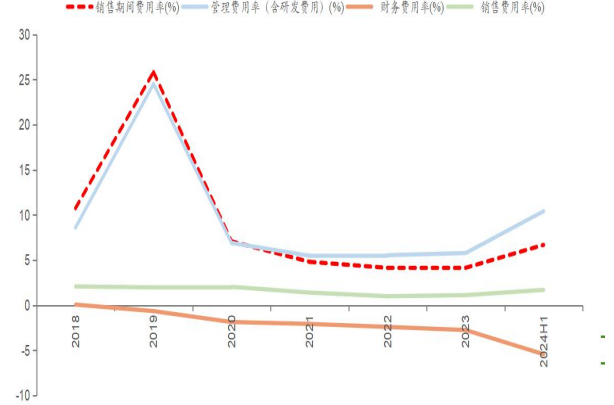
公司期间费用率总体呈下降趋势。2018-2023年，公司期间费用率从10.75%下降至2023年的4.15%。其中：销售费用率从2.08%下降至1.12%，管理费用率(含研发费用)从8.6%下降至5.78%，财务费用率从0.07%下降至-2.75%。24H1，期间费用率则达6.7%，略有上升，我们预计后续期间费用率或将维持稳定。

图8: 历年公司毛利率和净利率情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图9: 历年公司期间费用率情况



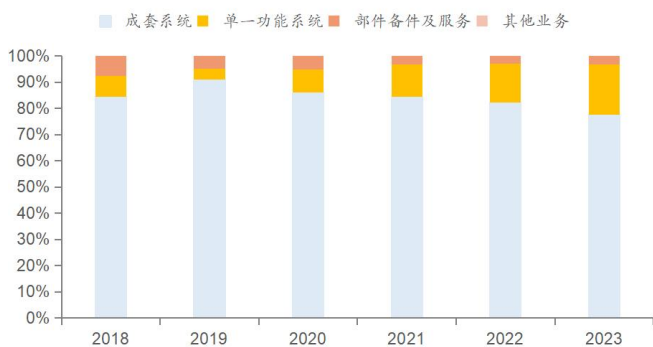
资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司收入增长显著受益于成套系统及单一功能系统核心业务驱动。2023年，公司成套系统及单一功能系统、部件备件及服务分别实现营收9.5/2.3/0.4亿元，毛利率分别达34.4%/21.9%/37.7%。近年来公司增长显著受益于化工能源项目的成套系统订单，随着下游炼化行业一体化和集成化水平的提升，炼化

装置项目的产能和投资规模不断扩大，订单金额显著增加，单一系统业务亦稳定增长。

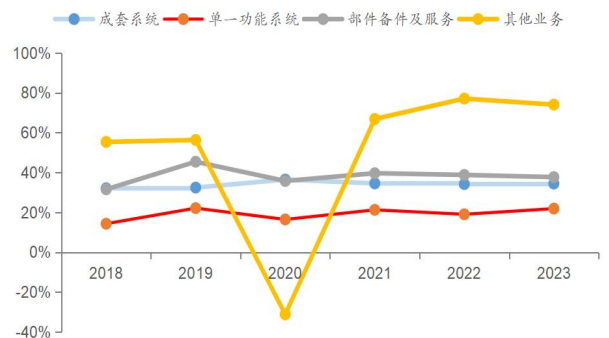
由于公司项目的业务性质原因，在定制化的采购生产计划框架下，公司近年产销率较高。因公司主要产品为大型成套系统，其执行周期较长，其转化周期或通常在2年以上。23年公司成套系统/单一系统销售套数分别达52/32套，相较20年的17/6套，近年来产品销售套数大幅提升。公司客户质量优质、现金流优异。近年来公司现金收入比回升至100%以上，2023年达143%，2024年H1则为239%，公司下游客户多为业内知名龙头企业，故现金流状况较为优质，迥异于传统的工程项目公司。

图 10：历年公司各项业务占比情况



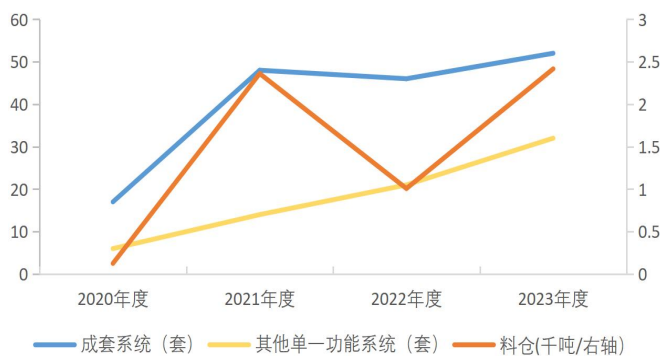
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 11：历年公司各项业务毛利率变化情况



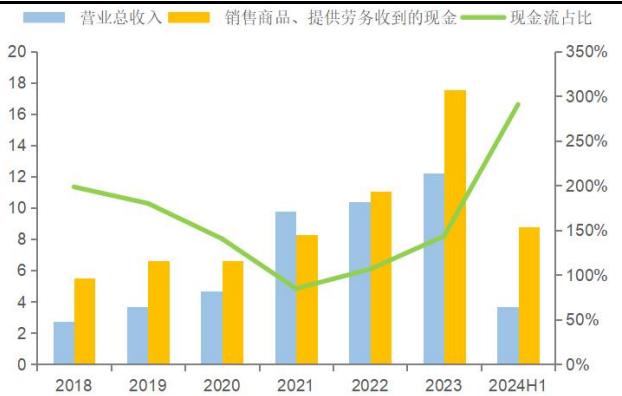
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 12：历年公司产销量



资料来源：招股说明书、公司年报、信达证券研发中心

图 13：历年公司现金收入比概况

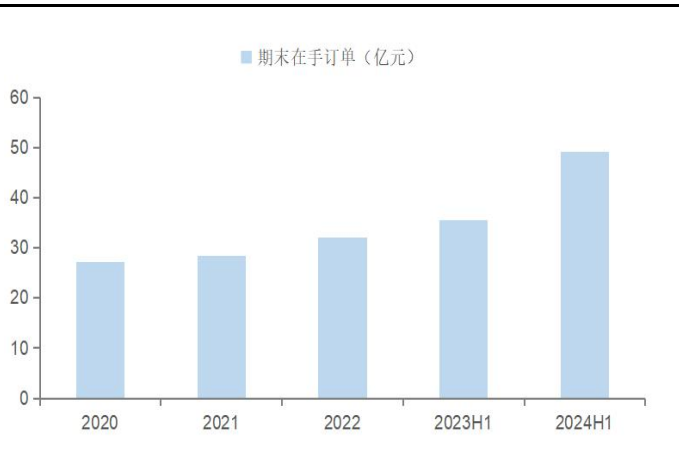


资料来源：wind，信达证券研发中心

近年石化化工企业积极通过新建、改扩建等方式提升技术能力和生产水平，达到“减油增化”、延长产业链，受益于多个大项目签订，公司在23年实现新签订单创历史新高。公司20/21/22/23H1/24H1在手订单分别达27.2/28.4/32/35.6/49.2亿元，20/21/22/23新签订单分别达11.5亿元/10.51亿元/15.15亿元/26亿元以上，从合同负债角度，24H1，公司合同负债达23.2亿，创历史新高，其23年收入仅为12.3亿元，考虑2年以上执行周期，订

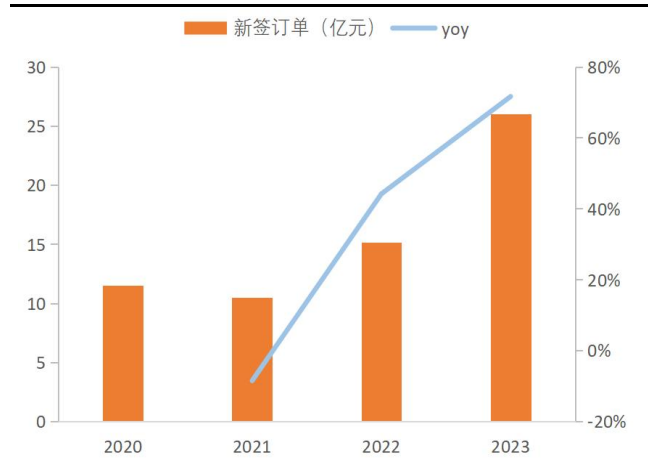
单作为收入的先行指标，此外，23\24H1，公司 ipo 后步入资本开支高峰，公司营收或将进入新成长期。

图 14：历年公司在手订单概况



资料来源：招股说明书、公司年报、信达证券研发中心

图 15：历年公司新签订单概况



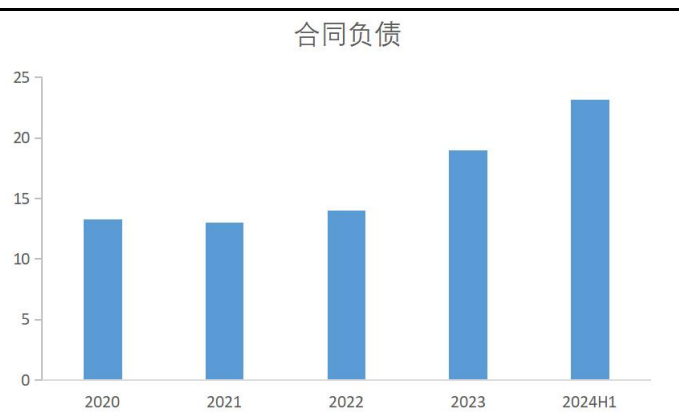
资料来源：招股说明书、公司年报、信达证券研发中心

表 2：公司签订的聚烯烃项目单线装置统计

聚烯烃单线输送能力	2023 年 1-6 月 签订套数	2022 年 签订套数	2021 年 签订套数	2020 年 签订套数
15-30 (含) 万吨/年	-	6	4	3
30-40 (含) 万吨/年	1	4	5	6
40 万吨/年以上	7	4	3	2
小计	8	14	12	11

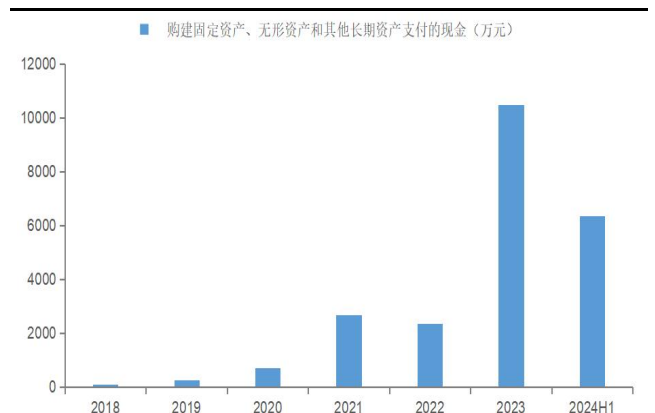
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 16：历年公司合同负债概况 (亿元)



资料来源：wind、信达证券研发中心

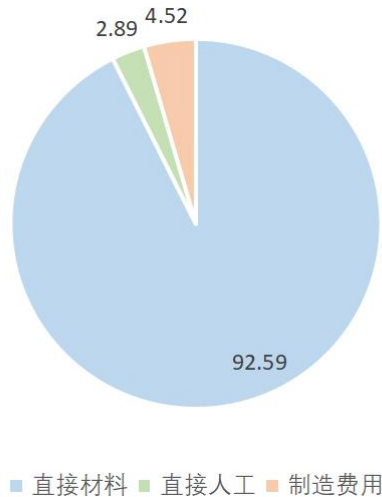
图 17：历年公司资本开支概况



资料来源：wind，信达证券研发中心

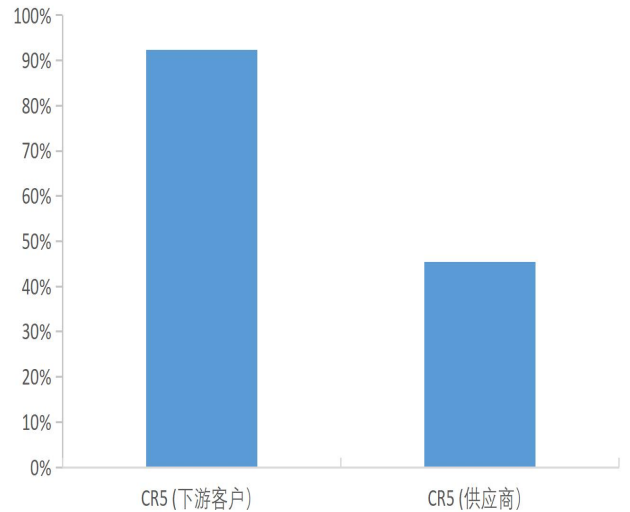
公司在气力输送系统的成本结构中，直接材料占总成本的 **92.59%**，是最主要的成本来源。公司对原材料价格的波动较为敏感，主要为铝板和不锈钢板等。从招股说明书来看，公司上下游客户集中度很高，23 年 H1，公司前五大客户分别为中石油系/中石化系/惠生工程(中国) /江苏斯尔邦石化公司/万华集团，分别占 23H1 营业收入比重达 56.3%/17.7%/13.01%/3.21%/2.17%，23H1 下游客户合计占比超 90%。

图 18：2023 年公司气力输送系统成本构成 (%)



资料来源：公司年报、信达证券研发中心

图 19：2023 年 H1 公司上下游客户集中度 CR5



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

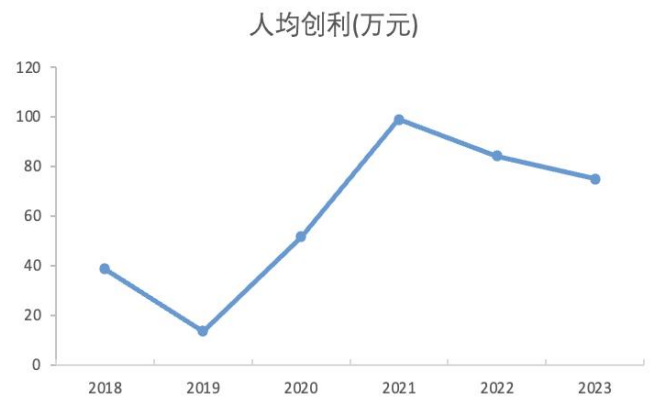
作为以核心技术和集成项目经验为壁垒的科技型公司，近年公司人均创收/创利水平持续维持在较高水平。近三年公司人均创收分别达 **401/370/319 万元**，人均创利从 2019 年的 13.5 万元增长到 2023 年的 74.9 万元，作为细分领域的龙头企业，公司人效比显著。

图 20：人均创收 (万元)



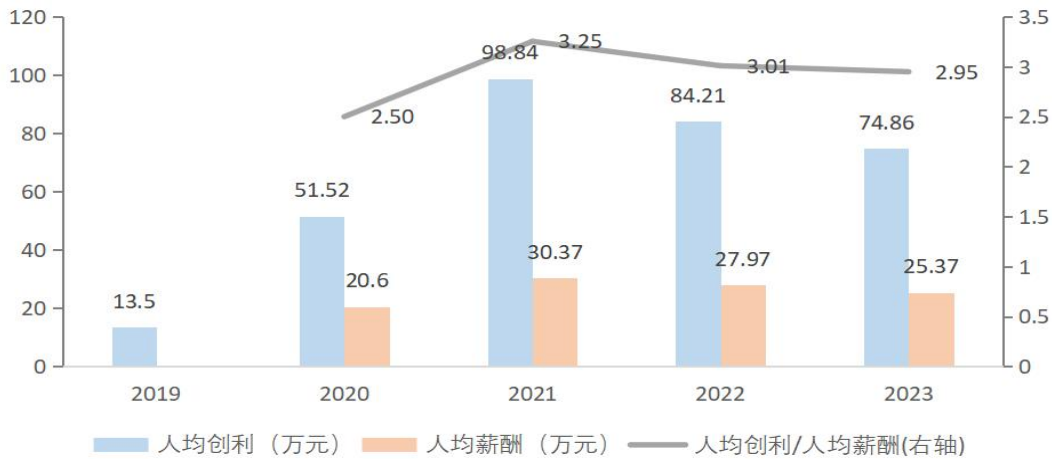
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 21：人均创利 (万元)



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 22：人均创收、人均创利及员工人数



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

三、显著受益于合成树脂扩产周期，气力输送系统行业前景广阔

从全球角度来讲，气力输送系统技术要求/定制化程度较高，持续受益于节能环保和工业自动化浪潮，其市场发展受全球制造业产业结构升级的驱动。气力输送系统广泛应用于石化、钢铁、精细化工、食品医药等领域，近年来全球气力输送系统的市场需求也在持续增长。根据 skyquest 和 research and markets 的预测，2021/2022/2023 年全球气力输送系统市场规模分别达 284/308.2/326.1 亿美元，预计到 2027/2031 年将增长至 405/511.9 亿美元，2023-2031 年间年均复合增长率 (CAGR) 为 5.80%。这一增长势头或主要得益于全球范围内工业自动化进程的加快以及对高效、环保输送系统需求的增加。

图 23: 全球气力输送系统市场规模预测



资料来源: 博隆技术招股说明书, Skyquest, 信达证券研发中心

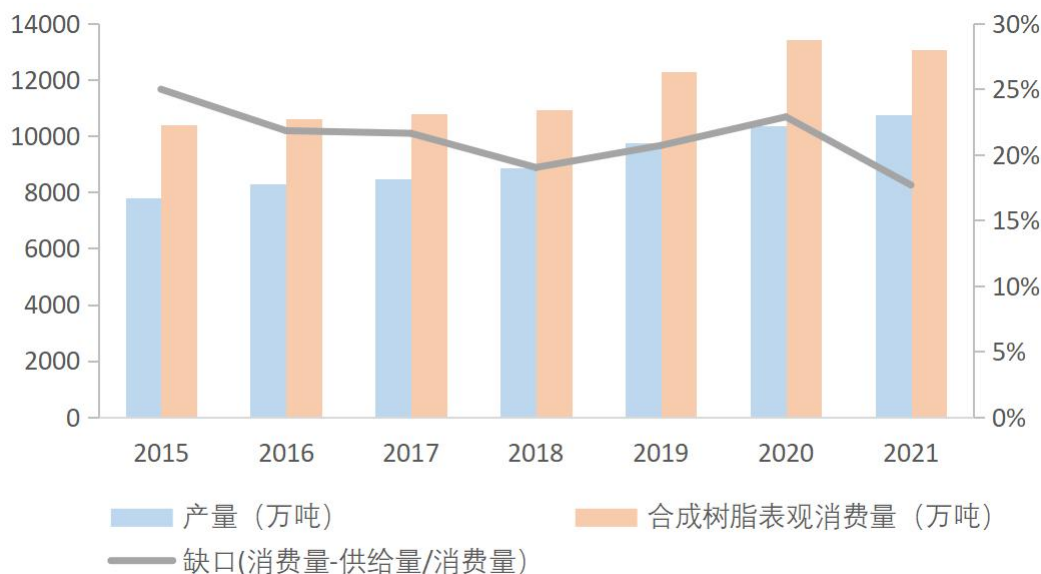
2、国内合成树脂市场需求旺盛，技术升级带来新机遇

国内合成树脂市场需求强劲，产能扩张与技术升级为行业带来新增长动力。合成树脂是指通过化学合成方法制得的一类高分子聚合物。它们是现代工业中应

用最广泛的材料之一，用于制造塑料、纤维、涂料、胶黏剂等各种制品。作为石化、化工产业的重要组成部分，合成树脂的生产和消费在我国经济中占据重要地位。2015年至2021年，我国合成树脂产量从7807.70万吨增长至10765.40万吨，年均复合增长率为5.50%；同期，表观消费量从10407.30万吨增长至13077.70万吨，年均复合增长率为3.88%。尽管国内产量不断增加，但依然存在一定的供给缺口，部分高端合成树脂仍需依赖进口。

随着国内石化、化工行业向高端化和差异化方向发展，技术升级和产能扩张成为行业发展的关键动力。根据中国石油和化学工业联合会预测，2023至2027年间，国内合成树脂的新建产能将是过去五年的两倍以上。这意味着气力输送系统的的市场需求将在此期间大幅提升，市场空间预计可达到200亿元。公司作为气力输送系统的领先企业，在合成树脂生产过程中的重要作用或将进一步凸显。随着行业的持续扩张，公司有望通过其品牌效应实现业务的稳步增长。

图 24：国内合成树脂产量及表观消费量缺口



资料来源：博隆技术招股说明书，信达证券研发中心

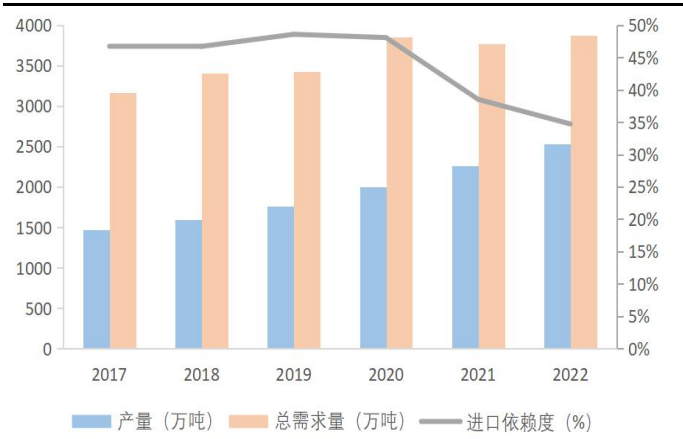
聚烯烃市场需求缺口驱动产能扩张，气力输送设备迎来新增长周期。聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）、聚氯乙烯（PVC）、聚苯乙烯（PS）和ABS树脂被称为五大通用树脂，广泛应用于多个行业。**其中，聚乙烯和聚丙烯作为最主要的聚烯烃材料，是全球范围内产量最大、应用最广的合成树脂。**

近年来，我国大型石化化工项目建设加快，合成树脂产能持续扩张，但供需缺口仍存，在聚乙烯和聚丙烯等关键品类上，依然存在一定程度的进口依赖。根据公司招股说明书及《中国塑料工业年鉴》所列示，20/21/22年，我国聚乙烯产能供给分别达2002/2259/2532万吨，进口依赖度由48.1%下降到34.7%；聚丙烯产能供给分别达2582/3027/2965万吨，进口依赖度由20.04%下降至12.99%。

随着国内聚烯烃产业的持续扩张和炼化一体化趋势的加速推进，单个项目规模将不断突破，我们预计2025-2026年间将迎来新一轮的产能扩张周期。**据公司招股说明书预测，到2027年，国内聚烯烃的总需求缺口将达到1536万吨。**

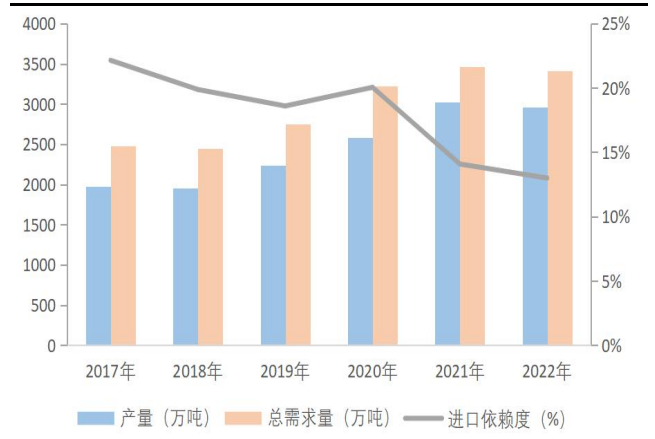
相关设备的资本开支也有望步入新高峰期。此类大型项目对气力输送系统的研发创新能力提出了更高要求，目前国内仅有少数企业具备相关工程经验，或将有助于进一步推动行业集中度的提高。在此背景下，公司在手订单的金额和单个项目的合同金额有望进一步提升。

图 25：2015-2022 年我国聚乙烯产量及进口依赖度



资料来源：博隆技术招股说明书，信达证券研发中心

图 26：2015-2022 年我国聚丙烯产量表现消费量



资料来源：博隆技术招股说明书，信达证券研发中心

3、项目优势是通向市场份额的集中化的桥梁

国内气力输送系统行业目前呈现出整体分散，关键领域集中度有望进一步提升的局面，大部分企业专注于某一两个特定领域，行业内能够提供从方案咨询、技术研发，到关键设备制造、自动化控制、系统集成，再到指导安装调试和售后维护等全生命周期服务的企业为数不多，随着项目规模的扩大化，市场集中度的提升是应有之义。

根据中国石油和石化工程研究会石油化工技术装备专业委员会提供的《市场占有率证明》显示，公司在 2020 至 2022 年期间，在国内合成树脂领域的气力输送系统市场中占据了超过 30% 的市场份额，稳居行业首位。

从具体数据来看，2022 年，公司供货的合成树脂项目产能达到 550 万吨，占国内新增合成树脂产能的 47.74%，这一比例较 2021 年的 45.61% 进一步提高，显示出公司在行业内市场地位的稳步上升。同年，泽普林集团的市场占有率为 26.91%，低于公司的市场份额。其他竞争对手如金申德和科倍隆集团的市场占有率分别为 5.21% 和 2.23%，科倍隆虽境外市场份额居首位，但是国内市场占有率较低，与博隆技术聚烯烃业务赛道差异化。而上海金申德虽与博隆技术赛道重合，但市占率较低。

表 3：公司主要产品市场地位

项目	万吨			
	2022 年	2021 年	2020 年	合计
国内新增合成树脂产能 (A)	1152.05	1164.3	831.5	3147.85
公司供货合成树脂项目产能 (B)	550	531	215	1296
公司市场占有率 (C=B/A)	47.74%	45.61%	25.86%	41.17%
泽普林集团市场占有率	26.91%	13.74%	47.50%	27.48%
金申德市场占有率	5.21%	8.59%	-	5.08%
科倍隆集团市场占有率	-	2.23%	1.20%	1.14%
其他公司市场占有率	20.14%	29.83%	25.44%	25.12%

资料来源：招股说明书，信达证券研究开发中心

国内气力输送系统行业在某些细分领域中渗透率不均衡，国际上国际厂商仍占据明显的优势地位，科倍隆集团和泽普林集团等主要竞争对手已成功实现跨行业发展，科倍隆集团在食品和医药行业表现突出，而泽普林集团在能源、轮胎橡胶、食品及锂电等行业拥有显著优势。此外，GEA 集团在食品、饮料和制药行业也保持领先地位。

随国内人力成本和环保要求的提升，气力输送系统有助于相关行业内的企业高效、清洁生产，实现高能效、低损耗、经济环保的目标，同时消除相关企业生产中粉尘爆炸等危险因素，实现安全生产，公司或在现有相关行业业务的基础上，凭借自身设计和集成技术优势、工程应用经验，加大其他细分行业的研发、业绩积累和规模，进一步推动气力输送系统在相关行业的应用渗透和国产化，扩充自身业务市场空间。

三、盈利预测与公司估值

1、盈利预测

3.1.1 各产品收入预测

成套系统业务：公司成套系统业务占营收比重较大，该业务主要随订单增加而稳健增长，我们预计公司成套系统业务未来或仍维持稳健增长，我们预计 2024-2026 年，公司成套系统业务营收分别为 11.39/14.81/18.15 亿元，分别同比+20%/+30%/+22.5%，毛利率分别为 34.5%/34.3%/34.1%。

单一系统：单一系统业务近来增长较快或主要系客户定制需求增加，我们预计 2024-2026 年，单一功能系统的营收分别为 3.28/4.76/6.18 亿元，分别同比+40%/+45%/+30%，毛利率分别为 21.8%/21.5%/21%。

部件配件及服务业务：作为相对后市场的业务板块，该板块与公司交付的历史订单量成正比。我们预测该业务会有持续向上增速。我们预计 2024-2026

年，公司维修改造服务及配件销售的营收分别为 0.47/0.59/0.75 亿元，分别同比+20.0%/25.0%/+27.5%，毛利率分别为 37.6%/37.3%/37%。

表 4：博隆技术主营产品核心假设

产品	核心假设	2023	2024E	2025E	2026E
成套系统	收入（亿元）	9.50	11.39	14.81	18.15
	yoy	11.00%	20.00%	30.00%	22.50%
	毛利率	34.44%	34.50%	34.30%	34.10%
单一功能系统	收入（亿元）	2.34	3.28	4.76	6.18
	yoy	52.03%	40.00%	45.00%	30.00%
	毛利率	21.89%	21.75%	21.50%	21.25%
部件备件及服务	收入（亿元）	0.39	0.47	0.59	0.75
	yoy	25.89%	20.00%	25.00%	27.50%
	毛利率	37.69%	38%	37.25%	37.00%
合计	收入（亿元）	12.23	15.15	20.16	25.08
	yoy	17.50%	23.83%	33.09%	24.42%
	综合毛利率	32.15%	31.84%	31.37%	31.03%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

3.1.2 主要财务指标预测

结合公司营业收入假设，2024-2026 年，我们预计公司营收分别为 15.15 亿元、20.16 亿元、25.08 亿元，分别同比增长 23.8%、33.1%、24.4%；归母净利润分别为 3.23 亿元、4.32 亿元、5.27 亿元，分别同比增长 12.3%、33.7%、22.0%；对应 PE 分别为 12.9X、9.8X、8.0X。

表 5：博隆技术主要财务指标预测（百万元）

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,041	1,223	1,515	2,016	2,508
同比(%)	6.4%	17.5%	23.8%	33.1%	24.4%
归属母公司净利润	237	287	323	428	523
同比(%)	-2.0%	21.5%	12.3%	32.6%	22.2%
毛利率(%)	32.1%	32.1%	31.8%	31.4%	31.0%
ROE(平均)(%)	27.5%	25.0%	12.5%	14.3%	14.8%
EPS（摊薄）（元）	3.55	4.31	4.84	6.42	7.84
P/E	17.64	14.52	12.93	9.75	7.98
P/B	4.85	3.63	1.62	1.39	1.18

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测，股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价

2、相对估值

对比行业整体估值和可比公司估值水平，公司当前估值处于相对低位。我们选取卓然股份、兰石重装两家公司进行对比，可比公司 2024-2026 年的预测 PE 平均值分别为 17.8X、13.6X、10.3X，相比可比公司，博隆技术的 PE 估值水平明显低于同行均值。我们认为，市场对公司业务增长潜力和风险的认知可能存在预期差，公司未来成长可期，具备一定估值修复空间。我们看好公司当前在手订单充裕，持续支撑业务增长，并有望于合成树脂的扩产周期中，持续维持其气力输送领域龙头地位，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 6：可比公司盈利预测及估值情况

公司名称	收盘价（元/股）	归母净利润（百万元）				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
卓然股份	10.07	154	269	359	474	30.69	8.75	6.55	4.96
兰石重装	4.45	154	217	283	374	52.34	26.83	20.55	15.56
平均值						41.52	17.79	13.55	10.26
博隆技术	62.6	287	323	432	527	14.52	12.93	9.75	7.98

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：收盘价截止日期为 2024 年 8 月 30 日，可比公司盈利预测及 PE 为 wind 一致预测。

四、风险因素

- (1) **行业下游资本开支超预期下调**：若行业下游资本开支超预期下调，或将直接影响公司订单承接，进而影响公司业务。
- (2) **供应链风险**：公司部分产成品材料采购至海外公司，若供应链不畅，或将对公司经营产生负面影响。
- (3) **项目推进不及预期**：若项目推进进度不及预期，则公司收入增速可能放缓。
- (4) **宏观经济增速放缓**：若宏观经济增速放缓，则有可能影响到下游合成树脂消费，令行业中长期供求曲线发生变化，进而影响公司业务。

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,967	2,605	4,339	5,697	7,194
货币资金	362	331	1,523	2,059	2,730
应收票据	31	68	74	90	125
应收账款	222	244	245	373	435
预付账款	142	113	150	222	254
存货	1,052	1,114	1,545	1,985	2,450
其他	158	736	802	968	1,200
非流动资产	672	871	929	975	1,032
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	56	61	187	240	295
无形资产	15	15	14	14	13
其他	600	796	727	721	723
资产总计	2,638	3,477	5,268	6,671	8,226
流动负债	1,770	2,316	2,669	3,628	4,639
短期借款	0	0	20	60	120
应付票据	170	175	219	306	372
应付账款	78	86	135	159	201
其他	1,522	2,055	2,295	3,104	3,946
非流动负债	8	10	25	37	55
长期借款	0	0	5	15	30
其他	8	10	20	22	25
负债合计	1,778	2,326	2,694	3,665	4,693
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	861	1,150	2,574	3,006	3,533
负债和股东权益	2,638	3,477	5,268	6,671	8,226

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,041	1,223	1,515	2,016	2,508
同比(%)	6.4%	17.5%	23.8%	33.1%	24.4%
归属母公司净利润	237	287	323	428	523
同比(%)	-2.0%	21.5%	12.3%	32.6%	22.2%
毛利率(%)	32.1%	32.1%	31.8%	31.4%	31.0%
ROE(%)	27.5%	25.0%	12.5%	14.3%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	3.55	4.31	4.84	6.42	7.84
P/E	17.64	14.52	12.93	9.75	7.98
P/B	4.85	3.63	1.62	1.39	1.18
EV/EBITDA	-1.42	-1.06	7.59	4.97	3.12

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,041	1,223	1,515	2,016	2,508
营业成本	707	830	1,032	1,383	1,730
营业税金及附加	7	13	11	17	22
销售费用	10	14	18	22	28
管理费用	24	31	39	50	63
研发费用	33	40	46	64	79
财务费用	-25	-34	-4	-21	-26
减值损失合计	-5	-6	-5	-8	-10
投资净收益	0	1	1	1	2
其他	-6	6	5	4	4
营业利润	273	331	374	498	608
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	273	331	374	498	608
所得税	36	44	51	67	82
净利润	237	287	323	432	527
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	237	287	323	432	527
EBITDA	254	309	390	500	607
EPS(当年)(元)	4.73	5.75	4.84	6.47	7.90

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	187	660	183	627	778
净利润	237	287	323	432	527
折旧摊销	6	10	21	22	25
财务费用	-21	-26	1	2	5
投资损失	0	-2	-1	-1	-2
营运资金变动	-48	380	-169	154	199
其它	13	10	9	18	25
投资活动现金流	-181	-685	-125	-142	-180
资本支出	-24	-105	-154	-68	-82
长期投资	-185	-591	-50	-75	-100
其他	28	10	79	1	2
筹资活动现金流	-54	-4	1,137	50	73
吸收投资	0	0	1,104	0	0
借款	0	0	25	50	75
支付利息或股息	-50	0	-1	-2	-5
现金净增加额	-47	-27	1,193	535	672

研究团队简介

王锐，吉林大学学士、北京师范大学硕士，曾就职于方正证券、光大证券、国泰君安，10年行业研究经验，其中7年机械行业研究经验。2023年加入信达证券研发中心，负责机械行业研究工作。

韩冰，浙江大学经济学学士、硕士，曾就职于东方证券、中泰证券，2023年加入信达证券研发中心，主要覆盖通用设备、检测、科学仪器等领域。

寇鸿基，山东大学管理学学士、南开大学经济学硕士，曾就职于光大证券，2023年加入信达证券研发中心，主要覆盖工业气体、工程机械、油服设备及船舶制造等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。