

利柏特/建筑装饰

证券研究报告/公司深度报告

2023年6月13日

评级：买入（首次）

市场价格：9.12

分析师：耿鹏智

执业证书编号：S0740522080006

Email: gengpz@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,983	1,721	2,615	3,523	4,598
增长率 yoy%	31.73%	-13.21%	51.93%	34.73%	30.53%
归母净利润（百万元）	109	137	185	252	337
增长率 yoy%	5.05%	25.25%	34.60%	36.46%	33.82%
每股收益（元）	0.24	0.31	0.41	0.56	0.75
每股现金流量	0.33	0.93	0.20	0.59	0.63
净资产收益率	8.13%	9.37%	11.84%	14.64%	17.13%
P/E	37.4	29.9	22.2	16.3	12.2
P/B	3.0	2.8	2.6	2.4	2.1

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄；股价取自2023年6月12日收盘价

报告摘要

■ **装配式“工业模块”制造商，业绩稳增。**公司股权集中，控股股东为上海利柏特投资有限公司。2021年，公司在上海证券交易所主板上市，为国内少数具备大型工业模块设计和制造能力的企业，主营业务包括工程服务和工业模块设计制造。

➢ **业务结构看：**2022年，公司工程服务/工业模块设计与制造/其他业务营收占比分别77.0%/22.5%/0.5%。其中，**工程模块设计与制造业务发展迅速**。2018-2021年，该业务收入由3.18亿元持续增至5.31亿元，CAGR+18.6%。2022年受统计口径影响，该业务营收下降至3.88亿元。

➢ **业绩稳增，23Q1表现亮眼。**2018-2022年，公司营收由14.33亿元增至17.21亿元，CAGR+4.7%，归母净利润由0.84亿元增至1.37亿元，CAGR+13.0%。23Q1，公司实现营收/归母净利分别5.77/0.34亿元，同比大增125.1%/168.8%。

■ **“快省好”多优势驱动，模块化工厂需求释放。**

➢ **产业链：应用于各行业领域，服务全球。**工业模块设计与制造属于专用设备制造业，上游为设备、零部件、建材供应商，下游以化工企业和油气资源开发企业为主。

➢ **行业驱动：减工期、省资源、降成本，多维优势彰显。**模块化建设缩短工期，实现快速快生产，助力客户快速抢占市场空间；减少人工、设备等资源使用，降低成本；模块化方式制造的大型装置具有方便拆卸的特点，在生产线升级改造、检维修、回收利用等方面具有优势。

✓ **缩短工期：**工程实例看，巴斯夫上海漕泾抗氧化剂装置项目二期工程采用模块化建设方式，耗时10个月建成，较传统建设方式节省50%工期。

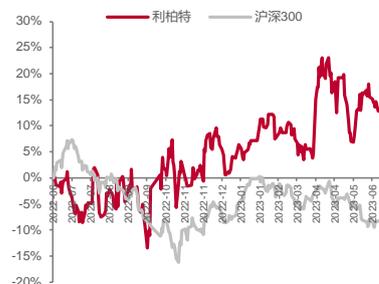
✓ **节约资源：**工程实例看，8台15万吨乙烯裂解炉工程项目中，模块化建设使用的人力资源减少74%，脚手架杆减少93%，吊车资源减少87%。

✓ **节约成本：**根据海外期刊，采用模块化建设，工业建筑工程能够降本约6%。工程实例看，降本空间可能更大；委内瑞拉MPE3项目二期扩建采用模块化建设，较传统工程建设方式降本31%。

➢ **行业格局：同行业公司专注垂直领域，差异化发展。**相关同行业公司主要为博迈科和卓然股份。利柏特优势在于涉及产业链全面，行业领域广，客户优质合作稳定，抗风险能力较强；博迈科优势在于油气资源领域经验丰富，口碑在外；卓然股份优势在于乙烯裂解炉细分领域。三者**在发展方式、主要客户群体均有区别，形成错位竞争。**

基本状况

总股本(百万股)	449
流通股本(百万股)	223
市价(元)	9.12
市值(百万元)	4,096
流通市值(百万元)	2,029

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- **行业空间：海上油气开发高景气叠加产业转移，工业模块市场空间广阔**
- ✓ **油气资源领域：**据 IEA 预计，2017-2030 年期间，全球海洋油气年平均投资金额为 1960 亿美元，较 2016 年增加 46.3%。公司发力 FPSO 业务，有望持续受益。**市场空间：**根据相关假设，我们测算得出 2023-2025 年全球 FPSO 上部模块市场空间约 920 亿元。
 - ✓ **化工领域：**全球看，2021 年全球化工行业资本开支超 2000 亿欧元，2011-2021 年 CAGR 达 5.2%。**海外看，**受地缘政治冲突影响，欧洲能源化工原料价格维持高位，公司有望受益化工巨头产业转移。**国内看，**“十四五”规划提出，到 2025 年，化工行业模块化施工占比达到 10%；政策指引下国内企业持续投入模块化建设可期。**市场空间：**根据相关假设，我们测算得出中性情形下，2023-2025 年全球化工行业模块设计与制造市场空间约 308 亿元。
- **竞争优势：EPFC 一体化服务优势显著，模块业务壁垒高筑。**2022 年，公司工程总承包业务实现营收 5.9 亿元，同比高增 96.7%，占总收入 34.5%。公司工业模块业务具有项目管理、业绩品牌、技术研发、资质认证等多种壁垒。**客户集中度高，优质客户粘性强。**2018-2020 年，公司前 5 大客户销售额占总营收比例均接近 50%。公司主要以邀标形式获取客户，盈利能力强，回款优秀。2022 年，公司综合毛利率升至 19.8%；2017-2022 年，公司应收账款周转天数、存货周转天数总体均呈波动下降趋势。公司与巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔等国际知名企业开展长期稳定合作，终止合作可能性低。
- **公司驱动：持续回购拟开展股权激励，彰显发展信心。订单方面：持续新签重大模块合同，在手订单充足。**2022 年-23Q1 新签重大合同额高达 41 至 48 亿元，其中 2 个模块制造合同，合同额约合 8.5 亿元；2 个总承包合同，合同额约 28-33 亿元。**长期合作伙伴巴斯夫持续推进工厂建设模块化，其湛江基地预计于 2030 年建成，总投入达 100 亿欧元；公司与巴斯夫合作密切，积极参与该项目建设，有望持续受益。股份回购方面：**公司于 2022 年 10 月 27 日开启不超过 500 万股，总股本 1.11% 的股份回购计划，截至 2023 年 5 月底，已回购完成 342 万股，占总股本比例 0.76%，回购股份拟用于员工持股计划或股权激励。
- **投资建议：**预计公司 2023-2025 年实现营业收入 26.16/35.24/46.00 亿元，yoy+51.9%/34.7%/30.5%；实现归母净利润 1.85/2.52/3.37 亿元，yoy+34.6%/36.5%/33.8%；对应 EPS 分别 0.41/0.56/0.75 元。公司价值较可比公司有所低估，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险事件提示：**工业模块渗透速度不及预期、未来工程总承包订单获取不及预期、市场规模测算偏差风险、研报使用信息数据更新不及时风险。

内容目录

1、装配式工业模块制造商，一体化优势显著	- 5 -
1.1 大型工业模块制造商，23Q1 业绩亮眼.....	- 6 -
1.2 工业模块业务扩张迅速，工程服务保持稳增	- 10 -
1.3 基地南北呼应，区位优势显著	- 11 -
2、“快省好”多优势驱动，模块化建设需求释放	- 13 -
2.1 服务工业客户，多领域广泛应用	- 13 -
2.2 行业驱动：减工期、省资源、降成本，多维优势推动工业模块应用 ..	- 14 -
2.3 竞争格局：同行业公司专注垂直领域，差异化发展.....	- 17 -
2.4 行业空间：海上油气开发高景气叠加化工产业转移，工业模块市场空间广阔	- 18 -
3、竞争优势：业务壁垒高筑，客户资源优质	- 23 -
3.1 具有全产业链一体化服务能力，模块业务壁垒高筑	- 23 -
3.2 客户集中度高，优质客户粘性强	- 24 -
4、公司驱动：持续回购有望开展股权激励，彰显发展信心	- 27 -
4.1 持续新签模块制造重大合同，巴斯夫湛江基地长期合作可期.....	- 27 -
4.2 持续回购拟开展股权激励，彰显发展信心.....	- 28 -
5、盈利预测与估值：订单存量推动业绩高成长	- 29 -
5.1 盈利预测.....	- 29 -
5.2 估值分析.....	- 30 -
5.3 投资建议.....	- 31 -
6、风险提示	- 32 -

图表目录

图表 1：公司发展历程一览	- 6 -
图表 2：公司股权结构集中，子公司业务涵盖多个领域	- 6 -
图表 3：公司高管团队具备资深专业背景、年龄层次搭配合理	- 7 -
图表 4：2018-2022 年，公司工业模块业务营收占比保持 25%左右	- 8 -
图表 5：2022 年，公司工业模块设计与制造业务毛利润占比 23%	- 8 -
图表 6：2018-2022 年，公司营收 CAGR 达+4.7%	- 9 -
图表 7：2018-2022 年，公司归母净利润 CAGR +13.0%	- 9 -
图表 8：2017-2021 年，公司营收 CAGR 达+16.96%	- 9 -
图表 9：公司工业模块设计与制造业务涉及多个工业领域	- 10 -
图表 10：2022 年，公司工业模块业务营收下降 26.9%	- 10 -
图表 11：公司向多个国际化工巨头提供工程服务项目	- 11 -
图表 12：2021 年，公司工程服务营收同比增长 35.4%	- 11 -
图表 13：公司三大生产基地和上海佘山办公基地相互呼应，发挥协同作用	- 12 -

图表 14: 工业模块设计与制造下游主要为化工企业和油气资源开发企业.....	- 13 -
图表 15: 利柏特、博迈科及卓然股份部分模块、设备产品及客户一览.....	- 14 -
图表 16: 工程案例看, 模块化建设可以显著缩短工程工期.....	- 14 -
图表 17: 以 8 台 15 万吨乙烯裂解炉建设为例, 模块化建设可以节省大量资源与时间.....	- 15 -
图表 18: 2014-2022 年, 建筑业农民工用工成本持续上行.....	- 15 -
图表 19: 2018-2022 年, 建筑业就业人数呈下降趋势.....	- 15 -
图表 20: 部分场景下, 油气资源项目采用模块化建设可节约 5.9% 建设成本..	- 16 -
图表 21: 工业模块易拆卸更换, 维修、扩产对生产活动影响较小, 且可以回收利用.....	- 16 -
图表 22: 利柏特工业模块业务不断拓展新领域, 客户主要为国外知名化工制造、油气开发企业.....	- 17 -
图表 23: 卓然股份石化专用设备业务占比较高.....	- 17 -
图表 24: 博迈科海洋油气开发模块业务发展迅速.....	- 17 -
图表 25: 利柏特涉及行业领域较博迈科、卓然股份更加广阔.....	- 18 -
图表 26: 利柏特应收账款天数较博迈科、卓然股份更稳定.....	- 18 -
图表 27: 既定情景下, 2021-2030 年均全球油气投资有望达 6470 亿美元, 较 2020 年增长 96.1%.....	- 18 -
图表 28: 2017-2030 年期间, 全球海洋油气年平均投资金额为 1960 亿美元, 较 2016 年增加 46%.....	- 19 -
图表 29: 2021-2025 年, 海上油气项目数量较 2016-2020 年有望高增.....	- 19 -
图表 30: 根据测算, 2023-2025 年 FPSO 上部模块市场空间约 130 亿美元... ..	- 19 -
图表 31: 2021 年, 全球化工行业资本开支达 2036 亿欧元.....	- 20 -
图表 32: 2022 年, 欧洲国家天然气价格大幅增长后回调, 23Q1 年维持高位.....	- 20 -
图表 33: 2022 年, 欧洲国家平均电力价格大幅增长后回调, 23Q1 维持高位.....	- 20 -
图表 34: 据不完全统计, 我国沿海省份新建、在建、规划石化项目投资额合计超 1.8 万亿元.....	- 21 -
图表 35: 根据测算, 中性情形下, 2023-2025 年全球化工行业模块设计与制造市场空间约 308 亿元.....	- 22 -
图表 36: 乐观情形下, 2023-2025 年全球化工行业模块设计与制造市场空间有望达 617 亿元.....	- 22 -
图表 37: 公司具有全产业链一体化服务能力.....	- 23 -
图表 38: 2022 年公司 EPC 营收占比 35%.....	- 23 -
图表 39: 2016-2020 年, 公司为多个主要客户提供 EPC 工程服务.....	- 23 -
图表 40: 公司工业模块设计与制造具有业绩与品牌、设计与制造、项目管理、资质认证等多个壁垒.....	- 24 -
图表 41: 2022 年公司研发设计人员占比 16%.....	- 24 -
图表 42: 18-22 年, 公司研发费用呈波动增长趋势.....	- 24 -
图表 43: 2022 年, 公司综合毛利率为 19.8%.....	- 25 -
图表 44: 2017-2022 年公司应收账款周转天数、存货周转天数呈波动下降趋势.....	- 25 -
图表 45: 2022 年, 公司境外营收达 1.9 亿元, 占比 11.2%.....	- 25 -
图表 46: 公司工业模块业务客户多为国际知名企业.....	- 26 -

图表 47: 2022 年-23Q1 公司新签重大合同额达 41-48 亿元.....	- 27 -
图表 48: 巴斯夫湛江一体化项目总投资 100 亿欧元.....	- 27 -
图表 49: 利柏特回购不超过 500 万股用于员工激励, 目前完成进度过半.....	- 28 -
图表 50: 业务拆分预测表 (单位: 亿元)	- 29 -
图表 51: 公司期间费用预测表 (单位: 亿元)	- 30 -
图表 52: 简易盈利预测表 (单位: 亿元)	- 30 -
图表 53: 可比公司估值表 (2023.6.12)	- 31 -

1、装配式工业模块制造商，一体化优势显著

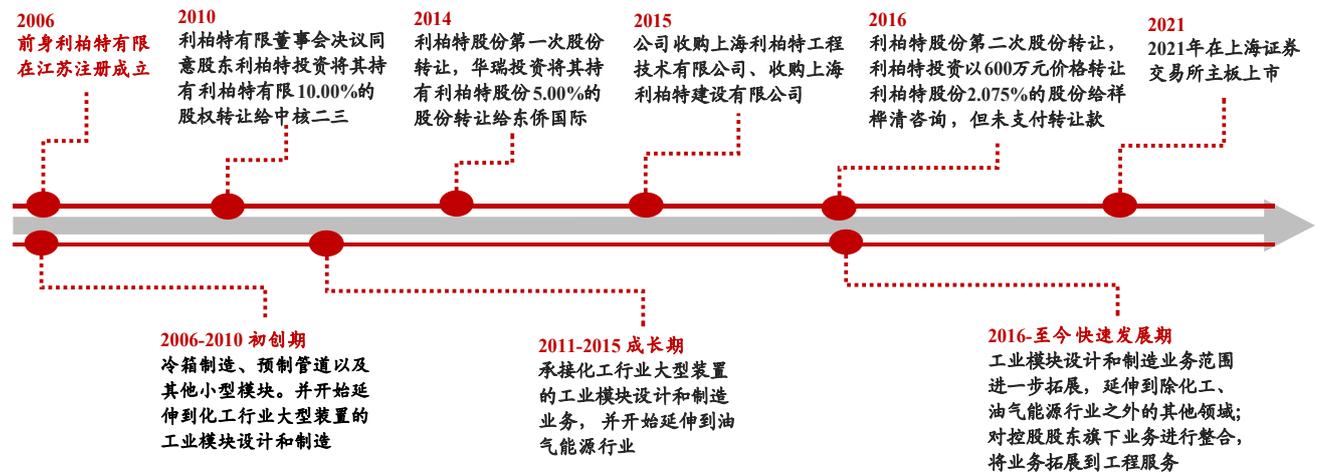
利柏特为国内少数具备大型工业模块设计和制造能力的企业。拥有行业领先的模块设计与制造技术、坐落于优势区位的大型生产基地，具备

“设计-采购-模块化-施工”（EPFC）全产业链环节及一体化服务能力。

1.1 大型工业模块制造商，23Q1 业绩亮眼

公司提供工业模块的设计、制造及相关工程服务。江苏利柏特股份有限公司成立于 2006 年，位于江苏省张家港。2021 年在上海证券交易所主板上市。公司不断完善产业链布局，业务从冷箱、预制件等小型模块制造，逐步延伸到工程总承包（EPC）、工程设计、工程施工、工程维保等各类工程服务。公司目前已成为多领域工业模块设计与制造、工程服务供应商，具备“设计-采购-模块化-施工”（EPFC）全产业链环节及一体化服务能力。

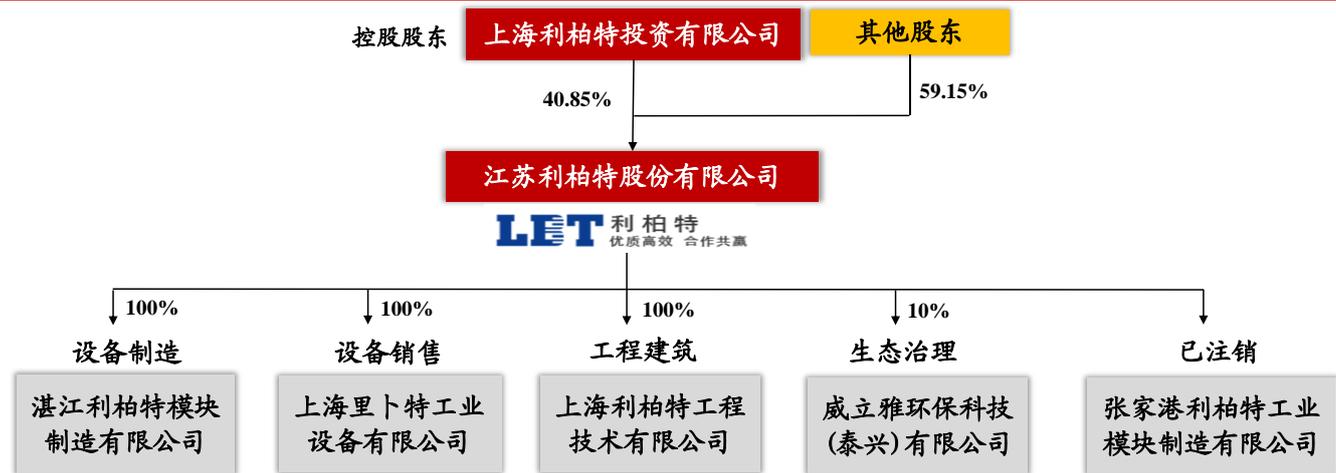
图表 1：公司发展历程一览



来源：公司官网、wind、中泰证券研究所

公司股权集中，实际控制人为沈斌强、沈翮，二人系父子关系，控股股东为上海利柏特投资有限公司。截至 2022 年末，上海利柏特投资有限责任公司持有公司 40.85% 股权。其他股东中，中国核工业二三建设有限公司持有公司 3.68% 股权。公司下设湛江利柏特模块制造有限公司、上海里卜特工业设备有限公司、上海利柏特工程技术有限公司，业务涵盖国内外业务，涉及设备制造、工程建设、生态治理等领域。

图表 2：公司股权结构集中，子公司业务涵盖多个领域



来源：公司官网、wind、中泰证券研究所

高管层专业背景、年龄层次搭配合理，具备丰富产业经验和企业管理经验。公司管理层共 18 人，均具备相关学科背景与丰富工作经验。董事长曾任中核二三苏州分公司负责人、利柏特投资执行董事兼总经理等职。

图表 3：公司高管团队具备资深专业背景、年龄层次搭配合理

姓名	职务	入职日期	年龄	工作经历
沈斌强	董事长，董事，总经理	2023/4/25	55	厦门大学 EMBA。曾担任中核二三苏州分公司负责人，利柏特投资执行董事兼总经理等职。
王海龙	副董事长，董事	2023/4/25	51	本科学历，高级项目管理师，工程师。曾担任利柏特工程董事长、利柏特工程董事、利柏特工程执行董事等职。
杨清华	董事	2023/4/25	57	厦门大学 EMBA。曾担任利柏特公司监事、公司董事、利柏特工程监事、利柏特建设董事长、利柏特建设执行董事、利柏特建设执行董事兼总经理等职。
王源	董事	2023/4/25	44	硕士研究生学历，高级经济师。曾任北京东方高圣投资顾问有限公司项目经理，巨石集团有限公司战略投资部副部长，振石控股集团有限公司副总裁、利柏特公司董事等职。
于佳	董事，董事会秘书	2023/4/25	40	硕士研究生学历，工程师，中级会计师。曾任利柏特有限合同部经理，利柏特投资总经理助理、公司董事、董事会秘书等职。
沈翾	董事	2023/4/25	29	硕士研究生学历。曾任利柏特投资总经理助理，上海科技创业投资（集团）有限公司投资经理助理、投资经理，上海尚颀投资管理合伙企业（有限合伙）投资经理等职。
蔡志刚	董事	2023/4/25	48	本科学历。曾任利柏特建设董事、利柏特工程董事、利柏特公司董事兼董事会秘书等职。
李思睿	副总经理	2023/4/25	34	本科学历。曾任利柏特股份经理助理、公司副总经理等职。
李铁军	副总经理	2023/4/25	56	大专学历。曾担任利柏特投资项目经理，利柏特公司董事、总经理、副总经理等职。
朱海军	财务总监	2023/4/25	54	本科学历，注册会计师，注册资产评估师，注册税务师，高级会计师职称。曾任华泰（南通）船务有限公司、华泰重工（南通）有限公司财务部长兼财务总监、江苏东源电器集团股份有限公司财务总监、南通东源电力智能设备有限公司财务总监、利柏特公司财务总监等职。

来源：公司公告、wind、中泰证券研究所

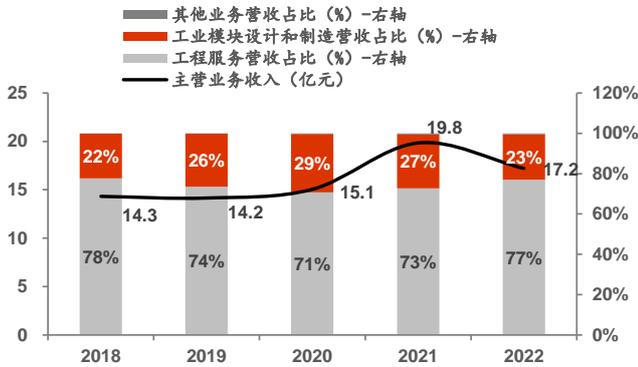
工程服务占主导，工业模块设计与制造为辅。2022 年，公司实现营收 17.21 亿元，yoy-13.2%。营收结构看，工程服务/工业模块设计与制造/其他业务分别占 77.0%/22.5%/0.5%。毛利结构看，工程服务/工业模块设计与制造/其他业务分别占 75%/23%/2%。

图表 4：公司业务结构以工程服务为主导，工业模块设计与制造为辅助



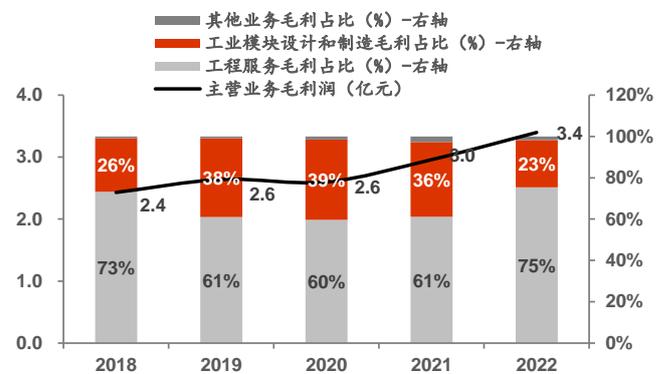
来源：公司官网、公司公告、中泰证券研究所

图表 4：2018-2022 年，公司工业模块业务营收占比保持 25%左右



来源：公司公告、Wind、中泰证券研究所

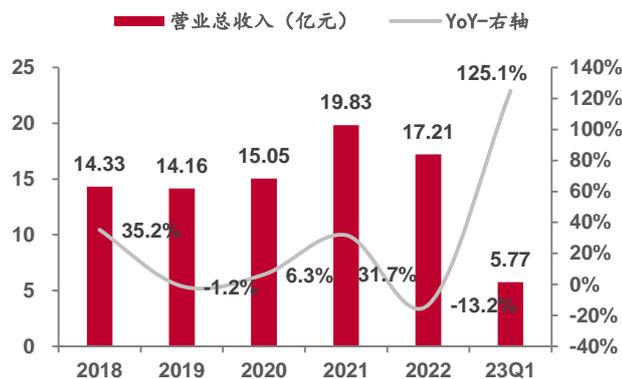
图表 5：2022 年，公司工业模块设计与制造业务毛利占比 23%



来源：公司公告、Wind、中泰证券研究所

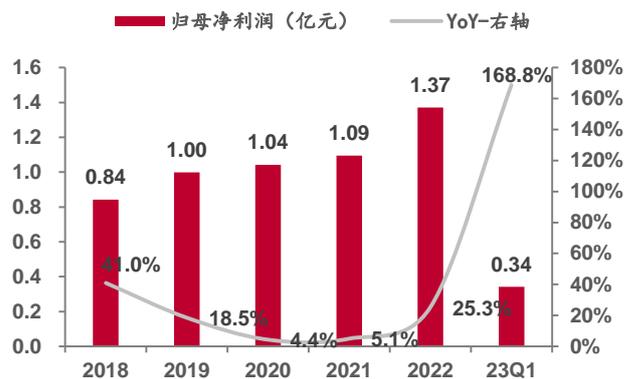
23Q1，公司营收、净利润高增。 营收端，2018-2022 年，公司营收由 14.33 亿元增至 17.21 亿元，CAGR+4.7%；23Q1，公司实现营收 5.77 亿元，同比高增 125.1%。利润端，2018-2022 年，公司归母净利润由 0.84 亿元增至 1.37 亿元，CAGR+13.0%；23Q1，公司实现归母净利润 0.34 亿元，同比大增 168.81%。

图表 6: 2018-2022 年, 公司营收 CAGR 达+4.7%



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 7: 2018-2022 年, 公司归母净利润 CAGR +13.0%



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 8: 2017-2021 年, 公司营收 CAGR 达+16.96%

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021	2022
总营业收入	1,432.98	1,415.78	1,505.44	1,983.07	1,721.12
YoY	35.23%	-1.20%	6.33%	31.73%	-13.21%
综合毛利率	16.89%	18.66%	17.29%	14.95%	19.80%
按产品分类					
工程服务	1,113.07	1,040.66	1,064.84	1,441.85	1,325.63
营收占比(%)	77.68%	73.50%	70.73%	72.71%	77.02%
YoY	24.73%	-6.51%	2.32%	35.41%	-8.06%
毛利率(%)	15.96%	15.51%	14.57%	12.57%	19.37%
其中: 工程施工	652.78	493.48	586.87	881.75	520.91
营收占比(%)	45.55%	34.86%	38.98%	44.46%	30.27%
YoY	16.98%	-24.40%	18.93%	50.25%	-40.92%
毛利率(%)	13.79%	11.01%	12.23%	10.13%	23.53%
其中: 工程总承包	255.91	341.53	302.93	297.50	589.31
营收占比(%)	17.86%	24.12%	20.12%	15.00%	34.24%
YoY	16.27%	33.46%	-11.30%	-1.79%	98.09%
毛利率(%)	15.39%	17.98%	15.34%	12.94%	15.46%
其中: 工程维保	134.19	128.93	115.71	135.30	112.70
营收占比(%)	9.36%	9.11%	7.69%	6.82%	6.55%
YoY	64.48%	-3.92%	-10.25%	16.94%	-16.71%
毛利率(%)	22.11%	21.92%	21.47%	18.42%	17.04%
其中: 工程采购	34.21	40.15	33.30	64.73	62.78
营收占比(%)	2.39%	2.84%	2.21%	3.26%	3.65%
YoY	1,783.45%	17.36%	-17.06%	94.38%	-3.00%
毛利率(%)	31.61%	31.42%	22.33%	23.29%	25.18%
其中: 工程设计	35.98	36.58	26.03	62.57	39.93
营收占比(%)	2.51%	2.58%	1.73%	3.16%	2.32%
YoY	16.73%	1.67%	-28.83%	140.34%	-36.18%
毛利率(%)	21.46%	13.09%	17.51%	21.44%	20.42%
工业模块设计和制造	317.71	373.09	435.82	530.57	387.92
营收占比(%)	22.17%	26.35%	28.95%	26.76%	22.54%
YoY	93.18%	17.43%	16.81%	21.74%	-26.89%
毛利率(%)	19.67%	27.09%	23.23%	20.13%	20.10%

其他业务	2.21	2.02	4.79	10.65	7.57
营收占比(%)	0.15%	0.14%	0.32%	0.54%	0.44%
YoY	-22.06%	-8.47%	136.96%	122.54%	-28.89%
毛利率(%)	87.67%	86.53%	81.77%	79.40%	79.44%

来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

1.2 工业模块业务扩张迅速，工程服务保持稳增

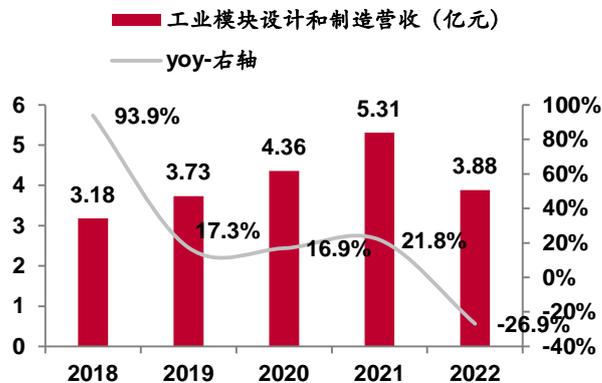
工程模块设计与制造业务发展迅速，2018-2022 年波动增长。公司该业务主要产品为工艺模块、管廊模块以及管道预制件，产品主要应用于化工行业，并延伸到油气资源、矿业、水处理等多个领域。2018 年，该业务占营业总收入比重为 22.2%，2022 年比重为 22.5%，总体呈上升趋势；2018-2021 年，公司工业模块设计与制造业务收入由 3.18 亿元增长至 5.31 亿元，年均复合增速达+18.6%。2022 年工业模块设计与制造业务实现营收 3.88 亿元，yoy-26.9%。主要由于公司工业模块设计和制造、工程服务按项目承接主体划分，2022 年部分工业模块设计与制造项目划入工程服务行业。

图表 9: 公司工业模块设计与制造业务涉及多个工业领域



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 10: 2022 年，公司工业模块业务营收下降 26.9%



来源: 公司公告、中泰证券研究所

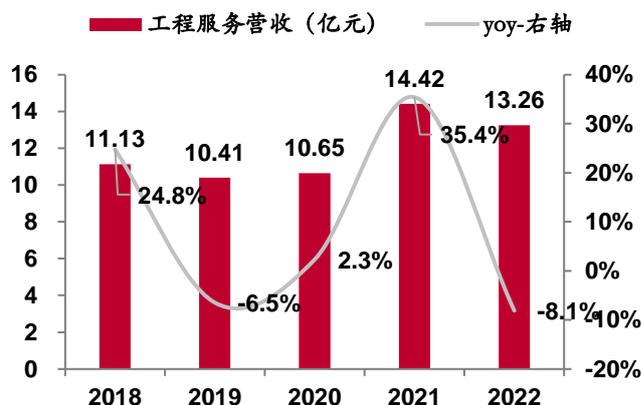
工程服务业务保持稳增趋势。此业务包括工程总承包、工程设计、工程采购、工程施工以及工程维保等各类工程服务。2017 年，该业务占营业总收入比重为 84.2%，2021 年比重为 72.7%，呈下降趋势。2017-2021 年，公司工程服务业务收入由 8.92 亿元增长至 14.42 亿元，CAGR 达 12.8%。2022 年该业务营收 13.26 亿元，同比下降 8.1%，或受疫情影响，业务开展受阻。

图表 11: 公司向多个国际化工巨头提供工程服务项目



来源: 公司官网、中泰证券研究所

图表 12: 2021 年, 公司工程服务营收同比增长 35.4%

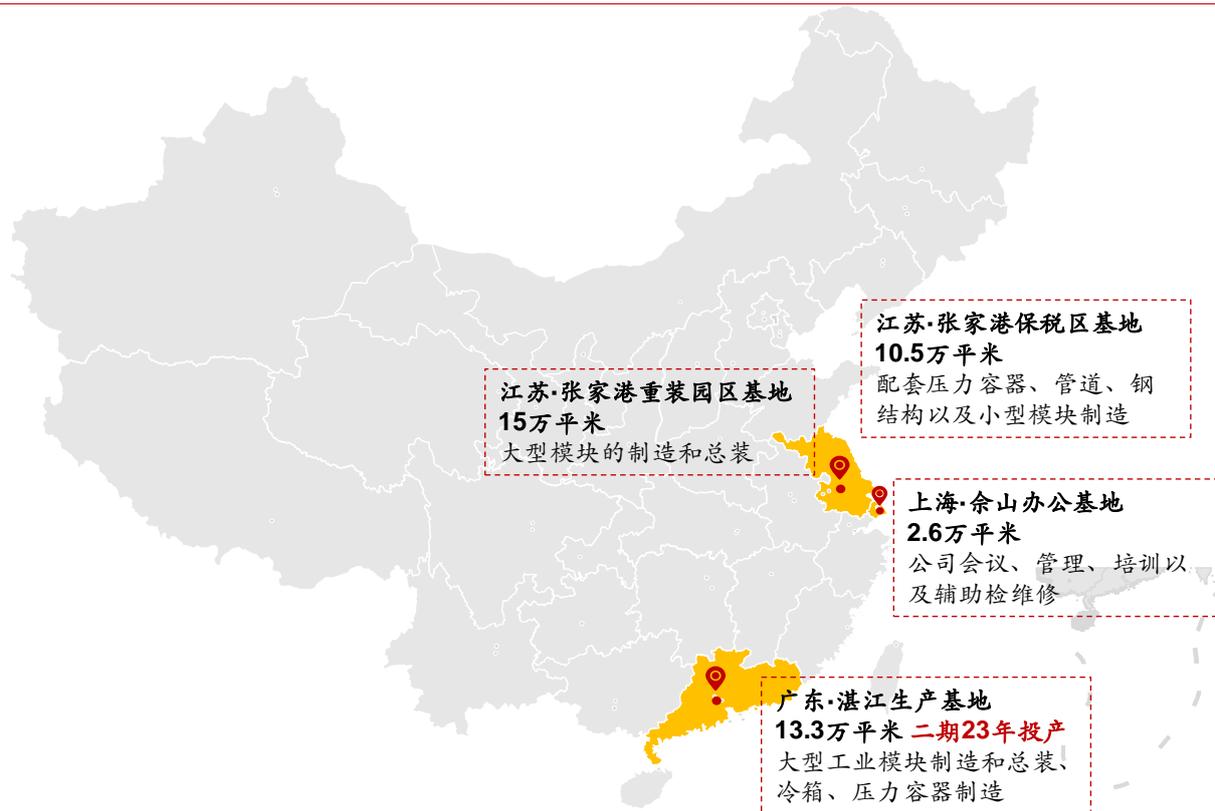


来源: wind、中泰证券研究所

1.3 基地南北呼应, 区位优势显著

- 公司在张家港设有两个生产基地。其中张家港保税区基地占地 10.5 万平米, 主要用于配套压力容器、管道、钢结构以及小型模块制造。张家港重装园区生产基地占地 15 万平米, 主要用于大型模块制造与总装。
- 湛江生产基地共 13.3 万平米。其中一期占地 5 万平米, 二期占地 8.3 万平米, 目前一期已投产。二期项目于 2021 年 12 月开工, 预计 2023 年投产, 建成后 will 具备大型工业模块制造与总装、冷箱制造、压力容器制造等能力, 设计年产大型模块 2.34 万吨。
- 佘山办公基地占比 2.6 万平米, 于 22 年 9 月 30 日正式启用, 为公司开展会议、管理、培训、辅助检维修等工作的办公场所。与三个生产基地相互呼应, 映射华东、华南区域, 协同作用强。

图表 13: 公司三大生产基地和上海佘山办公基地相互呼应, 发挥协同作用



来源: 公司官网、公司官方公众号、公司招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

2、“快省好”多优势驱动，模块化建设需求释放

2.1 服务工业客户，多领域广泛应用

工业模块是一种按照定制化设计将设备、管道、电气、控制系统等设备及材料集成于钢结构中的设施。通过工业模块安装、集成，业主可以实现工厂模块化建设，类似装配式房屋建设，该工程模式可以显著缩短工期、减少资源使用。

工业模块设计与制造属于专用设备制造业，上、下游分别为设备供应商和工业客户。根据《国民经济行业分类标准》，工业模块设计与制造业务属于专用设备制造业，上游涵盖管材钢材、电气仪表、压力容器、建筑材料和通用设备供应商，下游为工业客户，以化工企业和油气能源企业为主。

图表 14：工业模块设计与制造下游主要为化工企业和油气资源开发企业



来源：招股说明书、中泰证券研究所

工业模块应用广泛，主要场景为油气资源开发和化学工程。利柏特、博迈科、卓然股份作为工业模块设计与制造的代表公司，产品应用场景覆盖多个领域：**1) 利柏特**：产品包括空分装置模块、气体分离模块、抗氧剂装置模块等；主要服务于化工行业，除此之外，公司积极扩展其产品在其他领域如矿业、水处理等运用；**2) 博迈科**：产品包括电气模块、上部油气处理模块等；主要运用于海洋油气开发、矿业开采行业；**3) 卓然股份**：产品包括乙烯裂解炉等，主要运用于石油化工领域。

图表 15: 利柏特、博迈科及卓然股份部分模块、设备产品及客户一览



来源：利柏特招股说明书、博迈科招股说明书、卓然股份招股说明书、中泰证券研究所

2.2 行业驱动：减工期、省资源、降成本，多维优势彰显

缩短工期：建设效率高，回款周期缩短。 模块化建设能够突破传统建设的空间限制，实现数个构件在场外工厂同时制造，且与土建施工并行，最后现场组装。因此模块化建设能够有效节约项目工期，实现快建快生产，有助于客户抢占市场空间，根据期刊《Chemical Engineering Research and Design》，采用工业模块，化工厂建设能够节省 23%-60%工期。以 2018 年公司与巴斯夫合作的上海漕泾抗氧化剂装置项目二期工程为例，该项目采用模块化建设方式，耗时 10 个月建成，较传统建设方式节省 50%工期。

图表 16: 工程案例看，模块化建设可以显著缩短工程工期

 <p>天津南港乙烯项目</p> <ul style="list-style-type: none"> 17.5月→12.5月 工期较传统施工方式减少29% 	 <p>古雷炼化一体化项目</p> <ul style="list-style-type: none"> 完工时间较传统施工方式提前5个月 	 <p>磨溪龙王庙天然气净化厂</p> <ul style="list-style-type: none"> 批复到投产用时9个月 施工工期较传统施工方式减少30% 	 <p>巴斯夫抗氧化剂装置二期</p> <ul style="list-style-type: none"> 10个月内建成 建设时间较传统施工方式减少50%
--	--	---	---

来源：中国石化新闻网、新华网、公司新闻、中泰证券研究所

节约资源：模块化建设可以节约人工、设备等资源。根据公司招股说明书，以 8 台 15 万吨乙烯裂解炉建设为例，模块化建设使用的人力资源减少 74%，脚手架杆减少 93%，吊车资源（按吊重*台数*时长计算）减少 87%，有助于实现工程“轻量化”，提升项目管理效率。

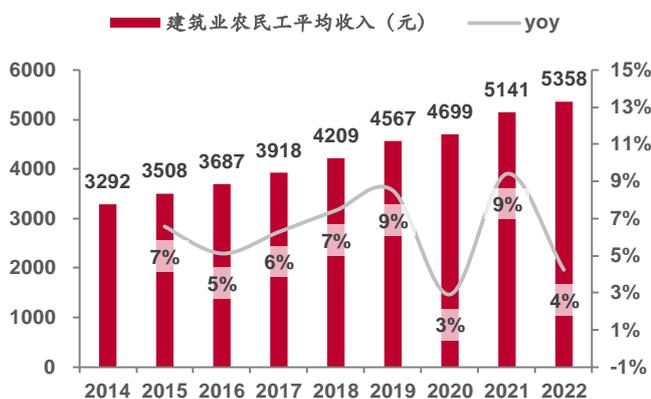
图表 17：以 8 台 15 万吨乙烯裂解炉建设为例，模块化建设可以节省大量资源与时间

对比项目	现场安装模式		整体模块化模式	
	数量	时长	数量	时长
人力	安装工 450-700 人	22 月	安装工 350-450 人	9 月
	筑炉工 150-280 人	10 月	筑炉工 80-120 人	6 月
	仪电工 60-100 人	8 月	仪电工 40-60 人	4 月
	其他工种 150-460 人	10 月	其他工种 60-100 人	6 月
吊车	450 吨履带吊 3 台	18 月	800 吨龙门吊 1 台	5 月
	250 吨履带吊 1 台	12 月	200 吨龙门吊 2 台	5 月
	600T.M 塔吊 3 台	22 月	600 吨履带吊 1 台	5 月
脚手架杆	规格 9187 米*8 台，共 7.3 万米	18 月	规格 1460 米*9 台，共 1.3 万米	1-6 月
	规格 2200 米*8 台，共 1.76 万米	1-6 月	规格 1500 米*9 台，共 1.35 万米	1-6 月

来源：招股说明书、中泰证券研究所

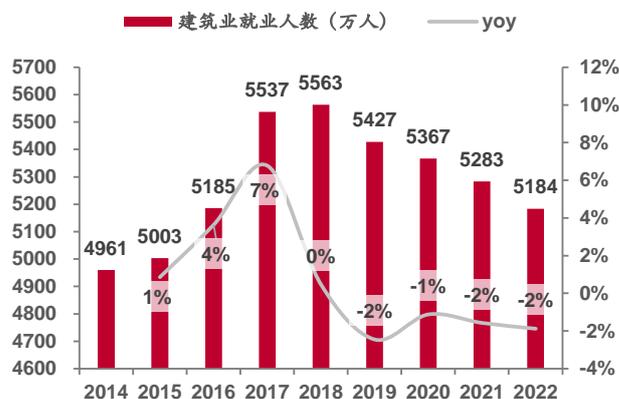
建筑业用人荒背景下，模块化建设优势凸显。根据《建筑业发展统计分析》，2018-2022 年，中国建筑业就业人数呈持续下降趋势。2022 年，建筑业就业人数降至 5184 万人，回到 2016 年水平。**建筑业用人成本持续增长。**2014-2022 年，建筑业农民工月均收入从 3292 元增至 5358 元，CAGR+6.3%。**在劳动力缺口扩大、人工成本上升背景下，模块化建设有望缓解用工供需问题，降低项目人工成本。**

图表 18：2014-2022 年，建筑业农民工用工成本持续上行



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 19：2018-2022 年，建筑业就业人数呈下降趋势



来源：中国建筑业协会、中泰证券研究所

节约成本：根据期刊《Journal of Civil Engineering and Management》，油气资源项目采用模块化建设方式能够节省约 6% 成本。从建设阶段看，相较传统建设，模块化建设管理、设计、采购阶段成本较高，现场施工阶段成本较低。从成本因素看，模块化建设成本增项包括材料费、制造场地与设备、监督与协调、设计费；成本减项包括现场施工所需的设备与人工费、潜在工程安全问题引发的费用等。从工程实例看，模块化建设降本优势或更加显著，如委内瑞拉 MPE3 项目二期扩建采用模块化建设，较传统工程建设方式降本 31%。

图表 20: 部分场景下, 油气资源项目采用模块化建设可节约 5.9% 建设成本

建设阶段	工作内容	现场建设 (亿美元)	模块化建设 (亿美元)	成本差异 (%)	
管理	项目管理	4.24	4.37	3.1	
设计	基础设计	1.14	1.18	3.9	
	细节设计	2.88	3.20	11.3	
采购	设备	5.38	5.38	0	
	钢结构	0.70	0.80	15	
	管道	1.38	1.38	0	
模块预制	预拼装部件	N/A	0.46	N/A	
	预拼装支架	N/A	0.46	N/A	
施工	土木建设	1.77	1.77	0	
	混凝土工程	3.20	3.20	0	
	建筑	1.99	1.90	-4.5	
	保温工程	0.27	0.07	-75.0	
	防火工程	0.04	0.02	-37.4	
	钢结构工程	0.46	0.10	-79.1	
	设备使用	0.50	0.33	-33.2	
	管道工程	3.07	0.64	-79.1	
	控制系统	0.15	0.09	-41.6	
	油漆作业	0.36	0.12	-66.6	
	电气工程	1.33	1.00	-24.9	
	运输	模块运输	N/A	0.55	N/A
	安装	模块安装	N/A	0.12	N/A
建设总成本		28.86	27.16	-5.9	

来源:《Conceptual Cost Estimation Framework For Modular Projects: A Case Study on Petrochemical Plant Construction》、中泰证券研究所

工程质量优秀, 扩产维护便捷, 运营期经济效益更佳。通过模块化方式制造的大型装置具有方便拆卸的特点, 在生产线升级改造、检维修、回收利用等方面具有优势。通常工业企业对整条生产线停工检修需要耗费大量时间及成本, 通过模块化方式建设的生产线, 可以在连续生产情况下, 通过拆卸单个模块化装置实现整条生产线检修工作。

图表 21: 工业模块易拆卸更换, 维修、扩产对生产活动影响较小, 且可以回收利用

生产线回收利用

生产线上各个模块相互独立、拆分便捷, 可以实现循环利用, 有效降低成本


生产线检维修

可以在连续生产的情况下, 通过不断拆卸单个模块化装置实现整条生产线的检修工作


生产线升级改造

初期根据市场采用产能较小的生产装置; 后续随着市场需求不断增加将生产装置进行快速拆卸并扩建

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

2.3 竞争格局：同业公司专注垂直领域，差异化发展

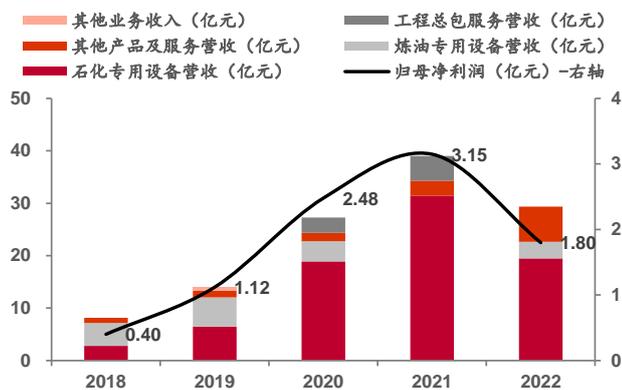
从事工业模块行业企业主要有利柏特、博迈科、卓然股份。从发展方式看，利柏特与博迈科不断扩展产品应用场景和专业领域，卓然股份则持续深耕石化行业。利柏特与卓然股份以工业模块和专业设备为基础，由点及面，向工程服务拓展。从客户分布看，利柏特多为国外客户，博迈科、卓然股份国内外均有涉及。

图表 22：利柏特工业模块业务不断拓展新领域，客户主要为国外知名化工制造、油气开发企业

公司名称	成立时间	历史发展	主要客户
利柏特	2006	2006年-2010年：冷箱制造、预制管道以及其他小型模块，并开始延伸到化工行业大型装置的工业模块设计和制造 2011年-2015年：承接化工行业大型装置的工业模块设计和制造业务，并开始延伸到油气能源行业 2016年-2021年：工业模块设计和制造业务范围进一步拓展，延伸到除化工、油气能源行业之外的其他领域；对控股股东旗下业务进行整合，将业务拓展到工程服务	主要为国外知名化工制造、油气开发企业：巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔、科思创、优美科、陶氏化学、液化空气、英威达、AP、PPG、易高、科慕公司、富美实、GYGAZ SNC.、Jord、索尔维、恺迪苏、艾仕得、润英联、曼恩等
博迈科	1996	1996年-1999年：维修 1999年-2005年：海洋油气开发模块建造为主，维修为辅 2005年-2010年：海洋油气开发模块设计与建造 2010-2016：海洋油气开发、矿业开采及天然气化模块设计与建造	主要为国内外知名油气开发、矿业开采、工程承包企业：壳牌、埃克森美孚、巴西国家石油、雪佛龙、墨西哥石油公司、康菲石油公司、中石油、中海油、福陆、威立雅、ABB等
卓然股份	2002	炼化设备核心部件供货→ 设备模块化供货→ 整炉供货→ 装置集成工程模式	主要为国内外知名油气开发企业：中石化、中石油、中海油、中化集团、浙石化、德希尼布、美国空气化工公司、西班牙 TR 公司、法国液化空气公司、林德工程、韩国乐天化学、泰国 SCG 集团、扬子巴斯夫、赛科等

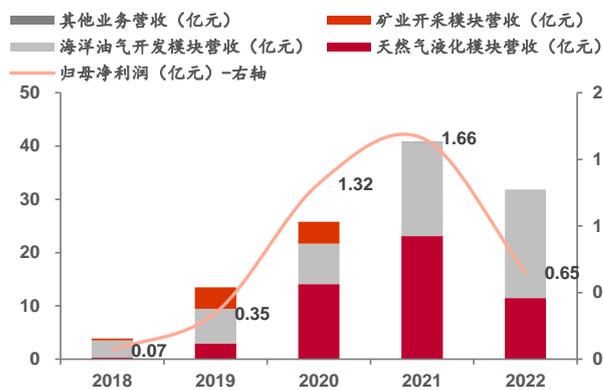
来源：招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

图表 23：卓然股份石化专用设备业务占比较高



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 24：博迈科海洋油气开发模块业务发展迅速



来源：Wind、中泰证券研究所

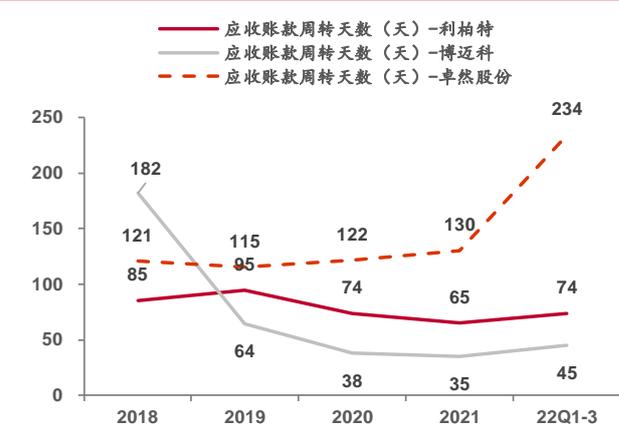
三家公司在各自领域具有不同核心竞争力。利柏特优势在于涉及产业链全面，行业领域广，客户优质合作稳定，抗风险能力较强；其具有 EPFC 全产业链环节及一体化服务能力，工业模块业务涉及化工、油气、水处理、管廊、锂电、氢能等多个领域。客户投资规划明晰，合作稳定，从上述角度来看业务受单一因素影响较少。博迈科优势在于其相关领域经验丰富，口碑在外，深耕油气资源行业 20 余年，在 LNG，FPSO 和矿物开采模块设计制造有丰富的项目管理经验。卓然股份优势在于模块化与集成化生产制造与供货模式。公司已实现大型乙烯裂解炉等炼化化工装备的整炉模块化及集成化生产制造与供货。

图表 25：利柏特涉及行业领域较博迈科、卓然股份更加广阔



来源：利柏特招股说明书、博迈科招股说明书、卓然股份招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

图表 26：利柏特应收账款天数较博迈科、卓然股份更稳定



来源：Wind、中泰证券研究所

2.4 行业空间：海上油气开发高景气叠加化工产业转移，工业模块市场空间广阔

油气资源行业：投资达千亿美元规模，海上油气模块市场广阔。据 IEA 《世界能源投资 2023》，2022 年，全球上游石油和天然气投资增长 11%，达 4670 亿美元。据 IEA 《世界能源展望 2021》，在既定政策情景下，2021-2030 年油气项目年平均投资将达到 6470 亿美元，其中新油田投资 4030 亿美元，将超过 2020 年累计投资 3300 亿美元。

图表 27：既定情景下，2021-2030 年均全球油气投资有望达 6470 亿美元，较 2020 年增长 96.1%

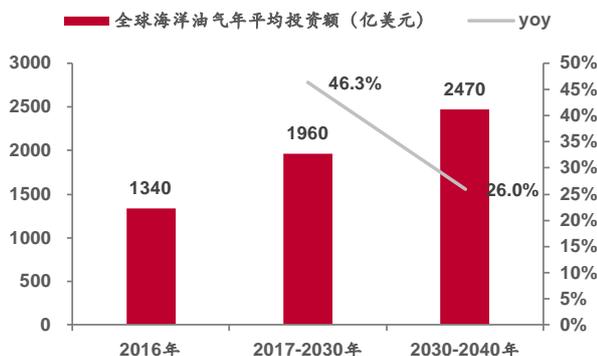
不同情景油气投资（亿美元）		STEPS 情景		APS 情景		NZE 情景	
年份	2020	2021-2030	2031-2050	2021-2030	2031-2050	2021-2030	2031-2050
现有油田		2440	2550	2400	2040	2880	1710
新油田		4030	4360	3310	2510	770	0
合计	3300	6470	6910	5720	4550	3650	1710

来源：IEA、中泰证券研究所

海上油气开发成本优势显著，公司有望受益 FPSO 业务发展。据雷斯塔能源公司分析，全球海上油气项目的资源加权布伦特当量盈亏平衡油价平均为每桶油当量 18.10 美元，已投产的全球陆上项目的盈亏平衡价格为每桶油当量 28.20 美元，成本优势有望带动海上油气开发市场快速发展。根据 IEA，2017-2030 年期间，全球海洋油气年平均投资金额为 1960 亿美元，较 2016 年增加 46.3%；到 2030-2040 年期间，海洋油气的年平均投资金额达 2470 亿美元，较 2017-2030 年增长 26.0%。

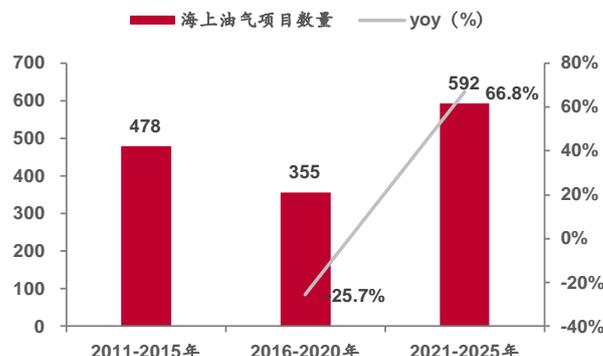
作为海上边际油气田开发主流方案，浮式液化天然气生产储卸装置（FPSO）采用模块化制造技术，海上油气开发景气度向上背景下，该领域有望成为公司工业模块业务新发力点，2022 年，公司新签《为 YINSON FPSO 提供模块 M01、M02、M20、M40 和 M41 的施工分包合同》。

图表 28：2017-2030 年期间，全球海洋油气年平均投资金额为 1960 亿美元，较 2016 年增加 46%



来源：IEA、中泰证券研究所

图表 29：2021-2025 年，海上油气项目数量较 2016-2020 年有望高增



来源：Rystad Energy、中泰证券研究所

市场空间测算：根据 Transparency Market Research，2020 年全球 FPSO 市场空间约 42.5 亿美元，2031 年市场空间将达到 146.3 亿美元，2021-2031 年 CAGR 达 11.9%。我们假设：

1) 根据上述预测，我们假设 2023-2025 年全球 FPSO 市场空间分别 59.6、66.6、74.6 亿美元，22-25 年 CAGR 为 11.9%。

2) 根据 Compass，我们假设上部模块占 FPSO 造价的 65%。

根据上述假设，我们测算得出 2023-2025 年 FPSO 上部模块市场空间达 130 亿美元（约合人民币 920 亿元）。

图表 30：根据测算，2023-2025 年 FPSO 上部模块市场空间约 130 亿美元

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
FPSO 全球市场空间 (亿美元)	47.56	53.22	59.55	66.64	74.57
上部模块占 FPSO 投资比			65%		
FPSO 上部模块市场空间 (亿美元)	30.91	34.59	38.71	43.31	48.47

来源：Transparency Market Research、Compass、中泰证券研究所

化工行业：海外巨头或加速产业转移，国内政策引导模块化建设可期

- 全球看，化工行业资本开支超 2000 亿欧元，增长迅速。根据 CEFIC，2021 年，全球化工行业资本开支达 2036 亿欧元，较 2011 年增长 65.9%，2011-2021 年 CAGR 达 5.2%。

图表 31：2021 年，全球化工行业资本开支达 2036 亿欧元

地区/国家/国际组织	2011 年化工行业资本支出 (亿欧元)	2021 年化工行业资本支出 (亿欧元)
北美自由贸易协定成员	160	280
欧盟 27 国	190	270
其他欧洲国家	70	90
拉丁美洲	60	50
中国	550	1090
印度	30	50
日本	70	60
韩国	60	70
其他亚洲国家	17	26
其他国家	20	50
合计	1227	2036

来源：CEFIC、中泰证券研究所

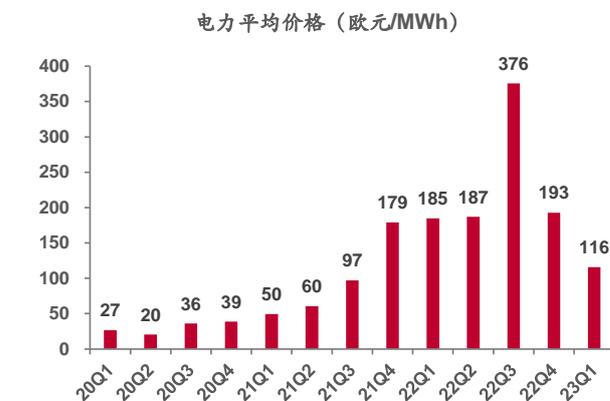
- 海外看，欧洲能源、原料成本攀升，推动化工巨头产业转移。受俄乌冲突等事件影响，欧洲天然气和工业原料供应受阻，欧洲电力和原料价格攀升。23M5，欧洲天然气价格达 13.52 美元/百万英热单位，电力平均价格达 115.80 欧元/MWh，维持高位。为降低经营风险、维持生产能源、原料供应的稳定性，欧洲化工巨头有望加速推动产业转移，公司有望受益欧洲化工巨头海外工厂建设扩容。

图表 32：2022 年，欧洲国家天然气价格大幅增长后回调，23Q1 年维持高位



来源：Wind、世界银行、中泰证券研究所

图表 33：2022 年，欧洲国家平均电力价格大幅增长后回调，23Q1 维持高位



来源：Wind、中泰证券研究所

- **国内看，政策指引模块建设，国内需求潜力待释放。**据不完全统计，我国沿海省份新建、在建、规划石化项目投资额合计超 1.8 万亿元。根据中国化工施工企业协会 2022 年发布的《**化工建设行业“十四五”发展规划**》，到 2025 年，国内化工行业模块化施工需求达到 10%。政策指引下，国内企业持续投入模块化建设可期，公司凭借丰富模块化建设项目经验有望受益。

图表 34：据不完全统计，我国沿海省份新建、在建、规划石化项目投资额合计超 1.8 万亿元

省份	全省石化项目投资 (亿元)	2022 年原油加工量 (万吨/年)	2022 年乙烯产量 (万吨/年)
辽宁	2485	9739	400
山东	3379	13429	207
浙江	5147	6754	238
广东	4395	6560	391
福建	2752	2580	190
合计	18157	39062	1425

来源：石油与化工园区公众号、iFind、中泰证券研究所

市场空间测算：根据不完全统计，2021 年，巴斯夫、优美科、科思创、液化空气、霍尼韦尔、陶氏化学资本开支合计 803 亿元，占全球化工行业资本开支约 5.6%。我们假设：

- 1) 2023 年，上述 6 家化工巨头资本开支占全球比例不变。
- 2) 2011-2021 年，全球化工行业资本开支 CAGR 达 5.2%。我们假设 2023-2025 年，全球化工行业资本开支增速为 5%。
- 3) 与工厂模块化建设类似，装配式建筑以构件工厂预制化生产，现场装配式安装方式建设，具有成本低、工期短、质量可控的优点。装配式建筑起步较早，目前这一工程方式已被全球发达国家广泛采用。其中英国要求钢结构建筑、模块化建筑新建占比达到 70%以上。**2016 年 9 月，国务院印发《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，提出力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。**

工业模块与装配式建筑概念相似但起步较晚，《化工建设行业“十四五”发展规划》要求国内化工行业模块化施工达到 10%，我们对于 2023-2025 年全球新建工厂中采用模块化建设的比例做出三个情景的假设：其中，在中性情形下，我们 23-25 年假设比例为 8%、10%、12%。

- 4) 2018 年，海油工程承揽加拿大 LNG 项目一期 35 个模块建造工作，合同额约 50 亿元。该项目总承包商披露的 EPFC 总承包合同额为 140 亿美元（约合人民币 986 亿元）。根据该工程案例，我们假设：2023-2025 年，采用模块化建设的工厂的建设成本中，模块设计与制造部分占比占 5%。

据不完全统计和保守估计，**2023 年 6 家国际化工巨头资本开支有望达 1088 亿元。**根据上述数据和假设，我们测算得出中性情形下，**2023-2025 年全球化工行业模块设计与制造市场空间约 308 亿元。**

图表 35: 根据测算, 中性情形下, 2023-2025 年全球化工行业模块设计与制造市场空间约 308 亿元

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
集团资本开支					
巴斯夫 (亿欧元)	34	41	63	-	-
优美科 (亿欧元)	3.9	4.7	5	-	-
科思创 (亿欧元)	9.5		12	-	-
液化空气 (亿欧元)	36.1	34.1	40	-	-
霍尼韦尔 (亿美元)	9	7.7	10	-	-
陶氏化学 (亿美元)	15	18.2	15	-	-
6 家化工巨头资本开支合计 (亿人民币)	804	789	1088		
全球化工行业资本开支 (亿元)	14354	-	19433	20405	21425
巨头资本开支占比	5.6%	-	5.6%	-	-
全球资本开支增速	-	-	-	5%	5%
全球新建化工厂中采用模块化建设的比例 (中性)	-	-	8%	10%	12%
模块设计制造部分占模块化建设成本比例	-	-	5%	5%	5%
模块设计制造市场空间 (亿元)	-	-	77.73	102.02	128.55

来源: 各公司年报、中泰证券研究所注: 2023 年资本开支中, 黑色数字为公司披露数据, 红色数字为根据公司经营情况预测。

图表 36: 乐观情形下, 2023-2025 年全球化工行业模块设计与制造市场空间有望达 617 亿元

	2023E	2024E	2025E	23-25 年合计
保守情形下				
全球新建化工厂中采用模块化建设的比例	4%	5%	6%	-
模块设计制造市场空间 (亿元)	38.87	51.01	64.27	154.15
乐观情形下				
全球新建化工厂中采用模块化建设的比例	16%	20%	24%	-
模块设计制造市场空间 (亿元)	155.46	204.05	257.10	616.61

来源: 中泰证券研究所

3、竞争优势：业务壁垒高筑，客户资源优质

3.1 具有全产业链一体化服务能力，模块业务壁垒高筑

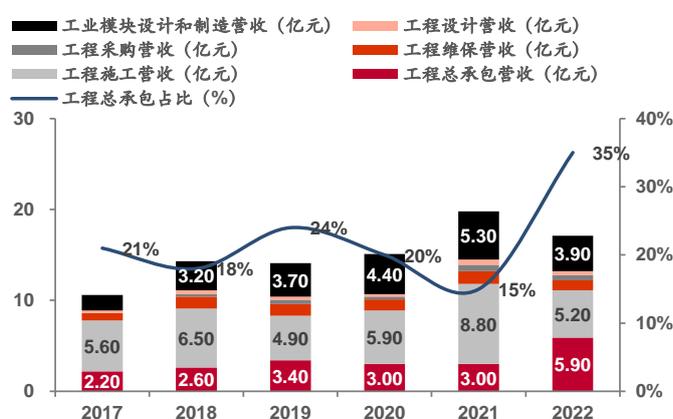
公司具有 **EPFC 一体化服务能力**。凭借工程设计资质证书、数千人施工团队和行业领先工业模块设计制造技术，公司具有工程设计（E）、工程采购（P）、工程施工（C）、模块化（F）和工程维保全产业链一体化服务能力，曾以 EPC 模式承包科思创 HCl 气体回收利用项目、英威达尼龙 6,6 聚合物扩建项目、中化蓝天霍尼韦尔 Super-3 等多个项目。2022 年，公司工程总承包业务实现营收 5.9 亿元，同比高增 96.7%，占总收入 34.5%。

图表 37：公司具有全产业链一体化服务能力



来源：招股说明书、Wind、中泰证券研究所

图表 38：2022 年公司 EPC 营收占比 35%



来源：Wind、中泰证券研究所

持续发力 EPFC 项目，推动公司向产业链上端发展。2016-2020 年，公司曾向其主要客户巴斯夫、霍尼韦尔、科思创、优美科、陶氏化学、英威达提供 EPC 总承包服务。根据公司 2022 年 10 月投资者活动关系表，公司将持续向产业链上端发展。未来业务将以提升 EPFC 项目占比为目标。

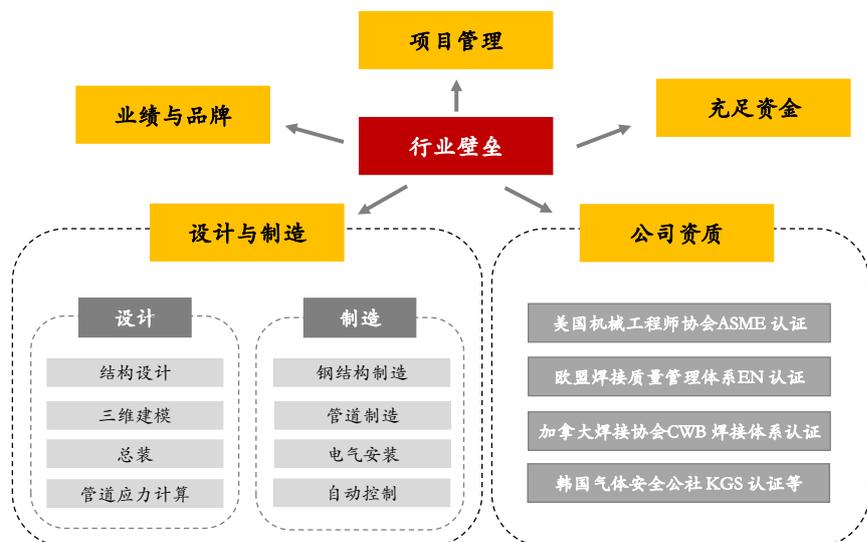
图表 39：2016-2020 年，公司为多个主要客户提供 EPC 工程服务

业主/年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
巴斯夫	F+C	F+E+C	F+EPC+E+C	F+E+C	F+C
林德气体	F+C	F+C	F+C	F+C	F+C
霍尼韦尔	F+EPC	F+EPC+E+C	F+EPC+E+C	F+EPC+E+C	E+C
科思创	C	EPC+C	EPC+E+C	EPC+E+C	EPC
优美科	EPC	EPC+E	EPC+E+C	EPC+E+C	E+C
陶氏化学	EPC+C	EPC+E+C	EPC+E+C	EPC+E+C	EPC+E+C
液化空气	F+C	F+E+C	F+E+C	F+E+C	F+C
英威达	EPC	E	EPC+E	EPC+E	EPC+E

来源：招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

公司模块设计与制造业务壁垒涵盖业绩与品牌、设计与制造、项目管理、公司资质等多个方面。公司工业模块设计与制造业务具有项目管理壁垒、业绩品牌壁垒、资金壁垒，制造过程涉及钢结构制造技术、管道制造技术等多项技术，存在技术壁垒；此外，设计面向国际市场的工业模块设计和制造需要取得一定的资质认证，例如美国机械工程师协会 ASME 认证等，因此具有较高的资质壁垒。

图表 40：公司工业模块设计与制造具有业绩与品牌、设计与制造、项目管理、资质认证等多个壁垒

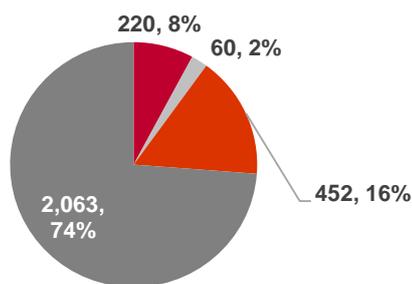


来源：招股说明书、中泰证券研究所

研发人员占比高，新增 8 项发明专利。公司通过自有人员培训、人力资源储备、人才梯队培养等方式引进培养人才完善绩效考核制度，并持续优化薪酬及激励机制，激发员工工作积极性。2022 年，公司共 2795 名员工，其中研发及设计人员 452 人，占比 16%。2022 年，公司研发费用为 2028 万元，研发费用率 1.2%，同比略有上升。截至 2022 年末，公司已公布发明专利/实用新型专利分别 22/162 个，新增 8 项发明专利。

图表 41：2022 年公司研发设计人员占比 16%

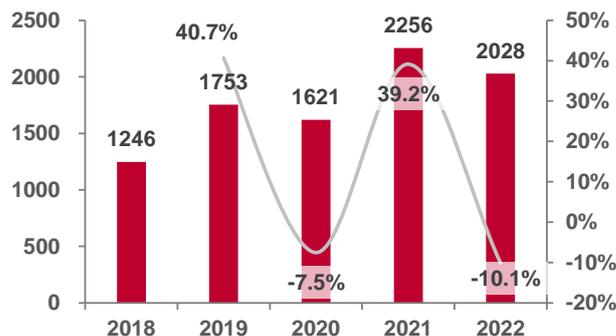
■ 管理人员 ■ 销售人员 ■ 研发及设计人员 ■ 生产及施工工人员



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 42：18-22 年，公司研发费用呈波动增长趋势

■ 研发费用（万元） — 同比增长-右轴



来源：Wind、中泰证券研究所

3.2 客户集中度高，优质客户粘性强

公司主要以邀标形式获取客户，盈利能力强，回款优秀。公司工业模块设计与制造及工程服务业务主要通过邀标及议标等方式获取客户，2018-2020 年，公司前 5 大客户销售额占总营收比例均接近 50%。公司凭借行业内领先大型工业模块设计能力和丰富的模块化建设项目经验，具有较强的议价能力。2022 年，公司综合毛利率升至 19.8%；2017-

2022 年公司应收账款周转天数、存货周转天数均呈波动下降趋势。

图表 43: 2022 年, 公司综合毛利率为 19.8%



来源: Wind、中泰证券研究所

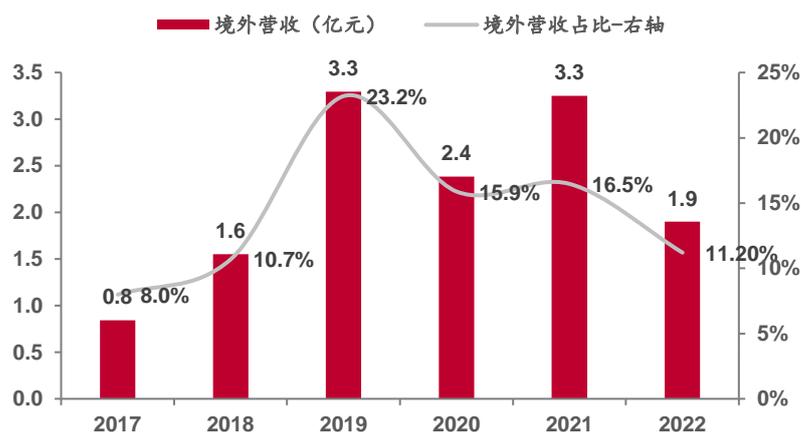
图表 44: 2017-2022 年公司应收账款周转天数、存货周转天数呈波动下降趋势



来源: Wind、中泰证券研究所

客户粘性强, 持续深化模块化建设合作。2022 年, 公司境外营收达 1.9 亿元, 占比 11.20%。根据招股说明书, 公司与巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔、科思创、优美科、陶氏化学、液化空气、英威达等国际知名企业开展长期稳定的合作; 上述客户具有严格的供应商遴选制度, 未来终止合作的可能性较低。公司在新老客户中不断推广模块化的应用, 凭借优秀项目质量不断深化模块化建设合作。如公司为其中一位客户制造的抗氧剂生产及配套设施模块, 为该客户第一套模块化装置, 该项目成功交付后, 该客户又委托公司采用模块化制造方式建设其位于美国的除溴项目。

图表 45: 2022 年, 公司境外营收达 1.9 亿元, 占比 11.2%



来源: 招股说明书、公司公告、ifind、中泰证券研究所

图表 46: 公司工业模块业务客户多为国际知名企业

客户名称	主要项目情况	涉及领域/产品
富美实	Bessemer City LiOH Expansion Project	锂电模块
	Los Patos Water Treatment Plant Project	水处理模块
科慕公司	Jesup Mineral Sands Mine Development Project	矿石筛选模块
林德气体	40079FG 1st M3800 cold box	气体分离模块
	19013FG Interconnecting Modules Project	管廊模块
	21952FG T2700 Plant#2 cold box	气体分离模块
杭氧股份	浙石化二期 KOT10N	气体分离模块
	浙石化 KOT08 冷箱模块项目	气体分离模块
霍尼韦尔	Dangote CCR R060 Module Fabrication Project	催化重整模块
	KNPC PSA SKID Project	变压吸附器
巴斯夫	BASF MDI 1 Chamber Project	MDI, 聚氨酯
	BASF AO and Infra Project (MIRA)	抗氧化剂装置模块
	BASF Debromination Project	除溴
液化空气	ITER LN2 Project	气体分离模块
	Moerdijk LMA 4.2	空分装置模块
GYGAZ SNC	ARCTIC LNG 2 PROJECT	管廊模块

来源: 招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

4、公司驱动：持续回购有望开展股权激励，彰显发展信心

4.1 持续新签模块制造重大合同，巴斯夫湛江基地长期合作可期

23Q1 新签 2 个重大模块制造合同。23Q1，公司签署巴斯夫 MDI3 项目和巴斯夫广东一体化乙烯区模块制造项目。2022 年-23Q1 累计公告 7 个重大合同，合同额达 41-48 亿元。其中 3 个模块制造合同，均为油气资源开发和石化领域合同，合同额约合 8.5 亿元；2 个总承包合同，合同额约 29-33 亿元。

图表 47：2022 年-23Q1 公司新签重大合同额达 41-48 亿元

项目名称	合同类型	中标/签署公告时间	金额	对手方	履行期限
英威达聚合物三期扩建项目	EPFC 总承包	2022.2.7	127,872.00 万元	英威达尼龙化工（中国）有限公司	2022.1.28-2023.12.13, 约 23 个月
YINSON 浮式生产储油轮上部模块 M01、M02、M20、M40、M41 供应制造项目	模块制造	2022.4.22	3,150 万美元	Jord Oil & Gas Systems B.V. (JOGS)	2022.4-2023.9, 约 17 个月
巴斯夫（广东）一体化项目中 央罐区化学品罐区和装车站工程 设计、采购、施工总承包合同	EPC 总承包	2022.8.1	15-20 亿元	巴斯夫一体化基地（广东）有限公司	2022.7-2025.6, 约 36 个月
雅保年产 5 万吨氢氧化锂电池 材料项目 A8XZ-40-K022 湿法 区及部分公用工程机电安装 标段	工程施工	2022.12.8	18,066.00 万元	雅保四川新材料有限公司	2023.10.31 前完成
巴斯夫 MDI3 项目	模块制造	2023.1.30	5000-6500 万美元	BASF Corporation	25Q1 前交付
巴斯夫（广东）一体化项目乙 烯区 PAR 模块制造	模块制造	2022.12.28 中标 2023.3.7 签署	2-2.5 亿元	中国寰球工程有限公司北京分公司	约 18 个月
巴斯夫（广东）一体化项目乙 烯区土建安装综合工程 B 标段	工程施工	2022.12.28 中标 2023.3.7 签署	40,812.72 万元	中国寰球工程有限公司	约 27 个月

来源：公司公告、中泰证券研究所

长期合作伙伴巴斯夫持续推进工厂建设模块化，公司有望长期受益。巴斯夫新建工厂大量采用模块化建设。根据官网，巴斯夫在上海 90% 的新工厂将采用模块化建设。目前，公司与巴斯夫在其湛江一体化基地有较多合作，围绕这一项目签订 3 个合同，其中模块制造，EPC，工程施工合同各 1 个，合计金额 21-27 亿元。**巴斯夫湛江基地预计于 2030 年建成，总投入达 100 亿欧元；公司与巴斯夫合作密切，积极参与该项目建设，有望持续受益。**

图表 48：巴斯夫湛江一体化项目总投资 100 亿欧元



来源：湛江市人民政府、能化动态、巴斯夫官网、中泰证券研究所

4.2 持续回购拟开展股权激励，彰显发展信心

发布回购股权激励计划。公司于 2022 年 10 月 27 日开启不超过 500 万股（总股本 1.11%）的股份回购计划，截至 2023 年 5 月底，已回购完成 342 万股，占总股本比例 0.76%。回购股份拟用于员工持股计划或股权激励。

图表 49：利柏特回购不超过 500 万股用于员工激励，目前完成进度过半

利柏特回购股份用于员工激励情况简表			
回购方式	集中竞价交易		
回购数量	不超过 500 万股	占总股本比例	1.11%
回购资金总额	3000-6000 万元	回购价格	不超过 12 元/股（含）
回购期限	2022 年 10 月 27 日至 2023 年 10 月 26 日		
目前进展	已回购 342 万股，占股本 0.76%		
截至 23 年 5 月底			

来源：公司公告、中泰证券研究所

5、盈利预测与估值：订单存量推动业绩高成长

5.1 盈利预测

营收端：

(1) 工业模块设计与制造：模块化建设具有缩工时、省人工、方便维修升级等优势，市场空间巨大。公司工业模块制造能力突出，业务涉及领域广阔。2023年新签巴斯夫 MDI3 项目、巴斯夫（广东）一体化项目乙烯区项目模块制作合同，我们参考在手重大订单结转情况，假设公司 2023-2025 年工业模块设计与制造业务营收分别 8.31、9.13、9.94 亿元，同比增长 114.1%、9.9%、8.9%。

(2) 工程服务：公司具有 EPFC 一体化服务能力。中短期看，公司在手订单充足，成长动力强劲。巴斯夫（广东）一体化项目中央罐区化学品罐区和装车站工程设计、采购、施工总承包合同剩余 14.7-19.7 亿元未结转，英威达聚合物三期扩建项目总承包合同剩余 10.3 亿元未结转。长期看，外资在华投资趋势显著，公司凭借区位优势有望持续受益。我们根据公司在手订单结转情况，假设 2023-2025 年公司工程服务业务营收分别 17.77、26.03、35.98 亿元，同比增长 34.0%、46.5%、38.2%。

测算得到 2023-2025 年公司总营收分别 26.16/35.24/46.00 亿元，同比分别 51.9%/34.7%/30.5%，综合毛利率分别 16.95%/16.75%/16.58%。

图表 50：业务拆分预测表（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15.05	19.83	17.22	26.16	35.24	46.00
YOY	6.33%	31.73%	-13.19%	51.93%	34.73%	30.53%
毛利率	17.29%	14.95%	19.81%	16.95%	16.75%	16.58%
分业务营收						
工业模块设计与制造	4.36	5.31	3.88	8.31	9.13	9.94
YOY	16.81%	21.74%	-26.87%	114.12%	9.92%	8.88%
毛利率	23.23%	20.13%	20.10%	17.38%	17.34%	17.26%
工程服务	10.65	14.42	13.26	17.77	26.03	35.98
YOY	2.32%	35.41%	-8.03%	34.03%	46.47%	38.21%
毛利率	14.57%	12.57%	19.38%	16.48%	16.36%	16.26%
其他业务	0.05	0.11	0.08	0.08	0.08	0.08
YOY	136.96%	122.54%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	81.77%	79.40%	79.39%	79.39%	79.39%	79.39%

来源：公司公告、中泰证券研究所

费用端：1) 销售费用率：结合营收预测情况，我们假设公司 2023-2025 年销售费用率分别为 1.0%、0.9%、0.9%；**2) 管理费用率：**随业务发展及营收规模扩张，公司优化管理体系、实现降本增效，以及疫情缓解减少抗疫成本，基于营收预测情况，我们假设公司 2023-2025 年管理费用率分别 5.3%/4.9%/4.5%；**3) 研发费用率：**公司自设立以来一直将模块化制造技术研发作为提升公司核心竞争力的关键，我们假设公司 2023-2025 年研发费用率均为 1.2%。

图表 51：公司期间费用预测表（单位：亿元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	17.22	26.16	35.24	46.00
销售费用	0.18	0.25	0.32	0.40
销售费用率	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%
管理费用	1.21	1.39	1.73	2.07
管理费用率	7.0%	5.3%	4.9%	4.5%
研发费用	0.20	0.31	0.42	0.54
研发费用率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

来源：公司公告、中泰证券研究所

利润端：根据上述假设，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 1.85/2.52/3.37 亿元，yoy+34.6%/36.5%/33.8%，2022-2025 年归母净利润 CAGR+35.0%。

图表 52：简易盈利预测表（单位：亿元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	17.22	26.16	35.24	46.00
YOY	-13.19%	51.93%	34.73%	30.53%
营业成本	13.81	21.72	29.34	38.37
YOY	-18.14%	57.34%	35.06%	30.79%
毛利率	19.81%	16.95%	16.75%	16.58%
归母净利润	1.37	1.85	2.52	3.37
YOY	25.25%	34.60%	36.46%	33.82%

来源：公司公告、中泰证券研究所

5.2 估值分析

从相对估值角度看：利柏特为国内专注于工业模块设计和制造的企业，拥有行业领先的模块制造技术与 EPFC 一体化工程服务能力，主要客户为巴斯夫、林德气体等国际知名公司。国内相关标的较少，**我们选取较相似的专业工程公司作为可比公司：**1) **圣晖集成：**洁净室行业领先企业，专注于先进制造业洁净室系统集成整合工程，为 IC 半导体、IC 封测、光电等电子行业、生物医药行业、食品行业、PCB 等相关领域客户提供洁净室工程服务；2) **卓然股份：**主营业务为大型炼油化工专用装备模块化、集成化制造，专业为石油化工、炼油、天然气化工等领域的客户提供设计、制造、安装和服务一体化的解决方案；3) **中粮科工：**中国粮油食品及冷链物流等领域一流的综合性工程服务商及设备制造商，具备国内领先的专业集成的综合服务能力。

得到可比公司 2023-2025 年 PE 均值分别 23.7 倍、16.8 倍、12.5 倍，PB (LF) 均值 3.88 倍。2023 年 6 月 12 日，圣晖集成收盘价对应 2023-2025 年 PE 为 22.2 倍、16.3 倍、12.2 倍，PB (LF) 为 2.78 倍，低于可比公司均值。公司当前价值较可比公司低估，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 53: 可比公司估值表 (2023.6.12)

证券代码	证券简称	市值 亿元	PE			PB LF	ROE 2022A		
			2022A	TTM	2023E				
603163.SH	圣晖集成	48	38.9	35.8	29.4	22.2	16.8	4.58	12.17%
688121.SH	卓然股份	69	38.6	43.2	17.2	10.5	6.7	3.53	8.82%
301058.SZ	中粮科工	70	41.6	41.9	26.2	19.3	15.2	3.76	9.04%
	加权平均	-	39.8	40.8	23.7	16.8	12.5	3.88	-
605167.SH	利柏特	41	29.9	25.8	22.2	16.3	12.2	2.78	9.37%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

5.3 投资建议

投资建议: 预计公司 2023-2025 年实现营业收入 26.16/35.24/46.00 亿元, yoy+51.9%/34.7%/30.5%; 实现归母净利润 1.85/2.52/3.37 亿元, yoy+34.6%/36.5%/33.8%; 对应 EPS 分别 0.41/0.56/0.75 元。公司当前价值较可比公司价值低估, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

6、风险提示

1、工业模块渗透速度不及预期

现阶段，因为人工费用和运输条件差异，国内模块化建设优势不及海外；国内除油气资源和石化领域外，模块化建设工程实例较少。此外，国内针对工业建设模块化没有详细指导性政策，未来渗透速度不明朗。国内工业模块渗透速度可能不及预期。

2、未来工程总承包订单获取不及预期

考虑到可能的产能短缺和工程总承包类订单的获取难度，未来工程总承包订单或不及预期。

3、市场规模测算偏差风险

公司产品涉及领域广阔。报告中的市场规模测算基于一定的假设条件，存在测算偏差的风险。如在全球化工行业模块设计与制造行业空间测算中，我们主要参考装配式建筑渗透率和国内化工行业模块化施工发展规划进行测算。考虑到工程模块与装配式建筑在技术含量、工艺要求的差异以及国内外发展差异，该市场空间估算具有一定局限性。

4、研报使用信息数据更新不及时风险

盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	566	558	705	920	营业收入	1,721	2,615	3,523	4,598
应收票据	56	54	0	0	营业成本	1,380	2,172	2,933	3,836
应收账款	253	367	495	646	税金及附加	14	16	21	28
预付账款	193	216	233	228	销售费用	18	25	32	40
存货	190	245	273	280	管理费用	121	139	173	207
合同资产	220	282	380	496	研发费用	20	31	42	54
其他流动资产	283	357	480	626	财务费用	0	-1	2	2
流动资产合计	1,541	1,798	2,186	2,700	信用减值损失	6	-2	-2	-2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	1	-2	-2	-2
长期股权投资	6	6	6	6	公允价值变动收	-2	0	0	0
固定资产	714	749	782	813	投资收益	-3	-1	-2	-2
在建工程	230	230	230	230	其他收益	8	9	9	9
无形资产	184	188	192	188	营业利润	178	237	324	434
其他非流动资产	61	59	59	59	营业外收入	0	3	3	3
非流动资产合计	1,195	1,231	1,268	1,296	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	2,735	3,029	3,454	3,996	利润总额	177	239	326	436
短期借款	0	74	125	218	所得税	40	54	74	99
应付票据	22	34	46	60	净利润	137	185	252	337
应付账款	401	622	840	1,099	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	35	12	19	归母净利润	137	185	252	337
合同负债	522	350	295	155	NOPLAT	137	184	253	339
其他应付款	2	2	2	2	EPS (摊薄)	0.31	0.41	0.56	0.75
一年内非流动负债	17	9	9	9					
其他流动负债	171	189	230	273	主要财务比率				
流动负债合计	1,134	1,314	1,558	1,834	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	120	139	158	177	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营收增长率	-13.2%	51.9%	34.7%	30.5%
其他非流动负债	18	17	17	17	EBIT 增长率	27.2%	34.1%	37.8%	33.7%
非流动负债合计	138	156	175	194	归母净利润增长率	25.3%	34.6%	36.5%	33.8%
负债合计	1,272	1,470	1,733	2,028	获利能力				
归属母公司所有者	1,464	1,558	1,720	1,968	毛利率	19.8%	17.0%	16.7%	16.6%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	8.0%	7.1%	7.1%	7.3%
所有者权益合计	1,464	1,558	1,720	1,968	ROE	9.4%	11.8%	14.6%	17.1%
负债和股东权益	2,735	3,029	3,454	3,996	ROIC	11.5%	13.6%	16.6%	18.8%
					偿债能力				
					资产负债率	71.9%	71.5%	46.5%	48.5%
					债务权益比	10.6%	15.3%	17.9%	21.4%
					流动比率	1.4	1.4	1.4	1.5
					速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.9	1.0	1.2
					应收账款周转天	70	43	44	45
					应付账款周转天	111	85	90	91
					存货周转天数	38	36	32	26
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.31	0.41	0.56	0.75
					每股经营现金流	0.93	0.20	0.59	0.63
					每股净资产	3.26	3.47	3.83	4.38
					估值比率				
					P/E	30	22	16	12
					P/B	3	3	2	2
					EV/EBITDA	227	164	125	96

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。