

环保

2024 年 03 月 22 日

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2024 年 03 月 21 日

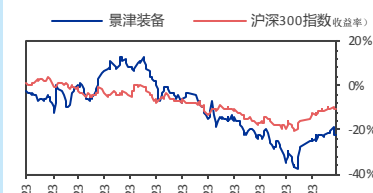
收盘价（元）	20.28
一年内最高/最低（元）	32.24/16.53
市净率	2.7
息率（分红/股价）	5.23
流通 A 股市值（百万元）	11534
上证指数/深证成指	3077.11/9682.51

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2023 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	7.39
资产负债率%	50.19
总股本/流通 A 股（百万）	577/569
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com
王珂 A0230521120002
wangke@swsresearch.com

研究支持

莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com
何佳霖 A0230523080002
hejl@swsresearch.com

联系人

莫龙庭
(8621)23297818x
molt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

景津装备（603279）

——多年深耕压滤机，配件+配套装备+出海打开空间

投资要点：

- **专注压滤机三十余年，全国市占率 40%。**公司是中国制造业单项冠军示范企业，压滤机国标起草人，依托高零部件自制率（93%），公司打造好用不贵产品，国内市占率达 40%。
- **公司财务表现优秀，22 年 ROE 达 21%，有息负债 0，净现比达 1.2，分红率 69%。**公司近 4 年营收 CAGR 达 18%，归母净利 CAGR 达 36%。2022 年收入 56.82 亿元，归母净利 8.34 亿元（23 年预告 9.59-10.21 亿元）。公司毛利率维持约 30%，净利率逐步提升至 15%。截至 22 年，公司 ROE 达 21%，公司在手现金类资产达 20 亿，占净资产比重 50% 无有息负债。22 年公司净现比达 1.2，分红率达 69%，同时 23Q3 新增分红每股 1.06 元。
- **整机：公司持续研发，不断拓展下游。**伴随各行业对过滤效率及成本要求提升，叠加环保政策趋严，压滤机市场持续扩容，预计 2022 年达 142 亿元。公司持续研发（22 年研发费用 1.85 亿元），拓展下游，2023H1 公司产品下游分布为：环保（23%）、矿物及加工（28%）、新能源新材料（27%）、化工（12%）、砂石（5%）、生物医药（5%）。其中新能源新材料自 21 年以来爆发，2023H1 公司新能源新材料收入占比 27%，毛利占比约 22%，尽管未来国内锂电产能增长承压，但 23 年锂电企业纷纷出海建厂，同时公司在光伏及其他新材料领域（氧化锆、石墨烯、磁性材料、纳米材料）等均有应用，为公司发展仍提供了空间。
- **配件迎来替换周期，配套设备迎来投产，公司具备持续成长力。**1）配件：滤板寿命约 3 年，滤布 3 个月，21 年整机销售高峰（增长 44%）的配件有望在 24 年迎来替换周期。2022 年公司配件收入占比约 16%，毛利润占比约 20%，配件毛利率（38%）高于整机（30%），配件更换有望提升业绩。2）配套装备：公司拟建设过滤成套装备一期及二期，其中一期于 23 年 10 月投产，达产后有望增厚利润 3.2 亿元；二期预计 26 年 2 月投产，达产后有望增厚利润 0.88 亿元。公司配套装备已布局多年，叠加整机渠道及公司品牌等优势，公司配套装备有望放量。
- **出海：高性价比+战略开拓，高毛利出口助力二次增长。**我国压滤机具有高性价比优势（公司海外销售毛利率近 50%，高出国内 19 个百分点），23 年出口达 1.68 亿美元。2022 年公司出口收入 2.72 亿元，占公司收入的 4.8%，占我国出口比例为 26%，未来空间广阔。
- **投资分析意见** 预计公司 23-25 年归母净利分别为 9.99/10.78/12.25 亿元，yoy 为 20%、8%、14%，当前市值对应公司 23-25 PE 为 12/11/10 倍。参照可比公司 24 平均 PE 15 倍，考虑公司持续成长性及公司高分红（22 年分红率 69%），给予公司 24 年 15 倍估值，目标市值 162 亿元，相比最新市值具有 38% 上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新能源新材料领域订单下滑程度超出预期风险、环保等传统领域订单释放不及预期风险；出海业务进度不及预期风险、配套装备销售进度不及预期风险。

财务数据及盈利预测

	2022	23Q1-Q3	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	5,682	4,648	6,741	6,967	7,779
同比增长率（%）	22.2	12.4	18.6	3.4	11.7
归母净利润（百万元）	834	740	999	1,078	1,225
同比增长率（%）	28.9	25.9	19.8	7.9	13.6
每股收益（元/股）	1.45	1.28	1.73	1.87	2.12
毛利率（%）	30.7	32.7	31.1	31.7	32.2
ROE（%）	20.8	17.4	22.5	22.4	23.2
市盈率	14		12	11	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司深耕压滤机行业多年，目前市占率达 40%，历史毛利稳定在 30%，行业竞争格局稳定。同时公司财务表现优秀，22 年 ROE 达 21%，有息负债 0，净现比达 1.2，分红率 69%。未来公司仍具备较强成长性。1）整机：过滤效果及环保趋严推动压滤机需求持续提升；2）高毛利配件迎来替换周期；3）配套设备迎来投产高峰，渠道及品牌优势助力订单落地。4）出海空间广阔，公司产品极具性价比优势。

综上，预计公司 23-25 年归母净利分别为 9.99/10.78/12.25 亿元，yoy 为 20%、8%、14%，当前市值对应公司 23-25 PE 为 12/11/10 倍。参照可比公司 24 平均 PE 15 倍，考虑公司持续成长性及公司高分红（22 年分红率 69%），给予公司 24 年 15 倍估值，目标市值 162 亿元，相比最新市值具有 38% 上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

预计 2023-2025 年整机收入增速分别为 17%、-8%、-3%。

预计 2023-2025 年配件收入增速分别为 15%、18%、20%。

预计 2023-2025 年配套装备收入增速分别为 99%、69%、89%。

有别于大众的认识

- 1、市场过度担心锂电业务下滑对公司业绩的冲击。我们认为新能源新材料整体仅占公司收入 27%，毛利 22%，且锂电未来仍有出海及锂电回收等仍有增长空间，同时公司太阳能及氧化钴、石墨烯等其他新材料仍有成长，我们认为锂电下滑冲击有限。
- 2、市场未充分意识到配件业务在 24 年迎来替换周期。公司 21 年整机销售增长 44%，相应配件将在 24 年迎来替换高峰，且毛利更高，有望贡献利润。
- 3、市场未充分意识到公司配套装备的成长潜力。公司已布局柱塞泵等配套装备多年，伴随 23 年底产能释放，叠加公司渠道及品牌优势，我们认为有望快速贡献业绩。
- 4、市场未充分意识到公司出海潜力。公司产品极具性价比优势，毛利率高于国内近 20 个百分点，未来有望成为重要增长极。

股价表现的催化剂

公司整机订单维持稳健增长。

公司配套装备订单、配件订单、出海订单陆续释放。

核心假设风险

新能源新材料领域订单下滑程度超出预期风险、环保等传统领域订单释放不及预期风险；出海业务进度不及预期风险、配套装备销售进度不及预期风险。

目录

1. 公司专注压滤机三十余年，财务表现优秀.....	6
1.1 公司专注压滤机三十余年，市占率达 40%	6
1.2 依托零件高自制率实现好用不贵，毛利率优于同行	8
1.3 公司盈利能力突出，财务表现优秀	9
2. 整机：持续研发，整机下游应用不断拓展.....	12
2.1 环保、矿业等传统下游：收入占比 80%，持续稳步发展	13
2.2 新能源新材料：短期锂电承压，出海及回收仍有空间	15
3. 配件+配套：配件迎来替换周期，配套设备迎来投产	17
3.1 配件：毛利高于整机，24 年将逐步迎来替换周期	17
3.2 配套设备：拟投资建设一期及二期，有望增厚利润 4 亿元	18
4. 出海：高性价比+战略开拓，高毛利业务空间广阔	19
5. 投资分析意见	20
5.1 盈利预测及评级	20
5.2 风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司主要产品及各类别 2022 年收入占比	6
图 3：公司股权架构（截至 2023 年 3 季报）	7
图 4：压滤机构成示意图	8
图 5：隔膜压滤机优势显著	8
图 6：公司历年收入情况（百万元，%）	10
图 7：公司历年归母净利润情况（百万元，%）	10
图 8：公司 22 年收入构成（百万元，%）	10
图 9：公司 22 年毛利润构成（百万元，%）	10
图 10：公司历年毛利率及净利率表现（%）	10
图 11：公司期间费用率表现	10
图 12：公司历年资产负债率及 ROE（%）	11
图 13：公司近年带息负债情况（百万元，%）	11
图 14：公司近年应收账款及其周转率（百万元，%）	11
图 15：公司历年现金流表现（百万元）	11
图 16：公司近年分红总额及分红比例（百万元，%）	12
图 17：公司近年每股分红（元/股）	12
图 18：我国 GDP 增速及通用设备产值增速	12
图 19：中国压滤机销售情况（亿元）	12
图 20：公司压滤机下游分布占比	13
图 21：公司压滤机下游销售额（百万元）	13
图 22：压滤机在锂电行业应用环节	15
图 23：我国锂电出货量快速增长（GWh，%）	15
图 24：我国锂电回收快速增长（万吨，%）	15
图 25：2023 年国内锂电企业海外建厂统计	16
图 26：隔膜压滤机压滤过程示意图	17
图 27：我国压滤机近年出口金额（亿美元）	19
图 28：公司出口金额及占比（亿元，%）	19

表 1：公司股权激励经营目标	7
表 2：我国主要过滤装备公司过滤装备收入与毛利率	9
表 3：我国锂电池行业投资情况	16
表 4：公司过滤成套装备产业化项目概况	18
表 5：公司收入及毛利率按地区划分（百万元，%）	20
表 6：公司主营构成预测（百万元，%）	21
表 7：景津装备及对应可比公司业务及 2022 年业绩概况	21
表 8：可比公司估值表	22

1. 公司专注压滤机三十余年，财务表现优秀

1.1 公司专注压滤机三十余年，市占率达 40%

公司深耕压滤机行业三十余年，市占率 40%。1988 年公司前身成立，总部山东德州，2001 年公司部分产品进入欧洲市场，2004 年公司完成由压滤机配件向整机生产的延伸，2018 年公司被国家工信部认定为“制造业单项冠军示范企业”，2019 年公司登陆上交所（发行价 13.56 元，募资 5.5 亿元），股票简称为“景津环保”，2021 年公司更名为“景津装备”。公司是中国制造业单项冠军示范企业，压滤机国家标准主起草人。根据通用机械年鉴，2020 我国压滤机产值为 82.73 亿元，按照公司 2020 年 33.29 亿收入测算，公司市占率约 40%。

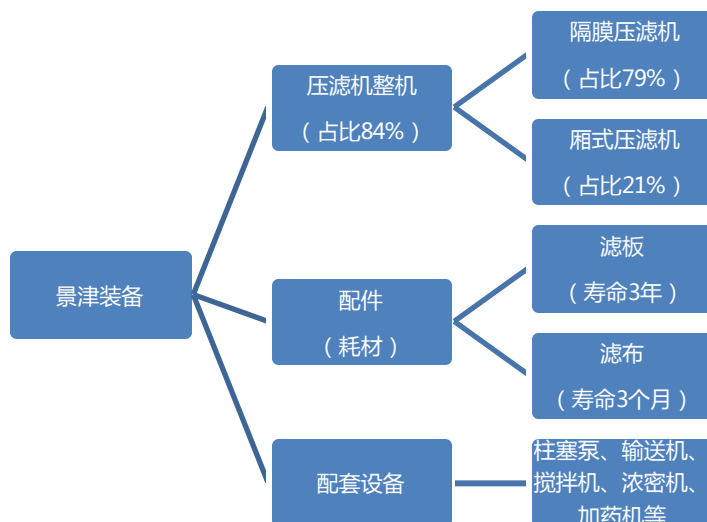
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司主要产品为压滤机整机及配件，同时积极发展配套装备，打造专业成套过滤装备制造。压滤机整机可分为厢式压滤机和隔膜压滤机；配件包括不同型号的滤板和滤布，还有多种配套设备，如柱塞泵、输送机、搅拌机、浓密机、加药机等。此外，公司成套装备产业化不断推进，为公司的持续发展和战略转型提供了支撑。

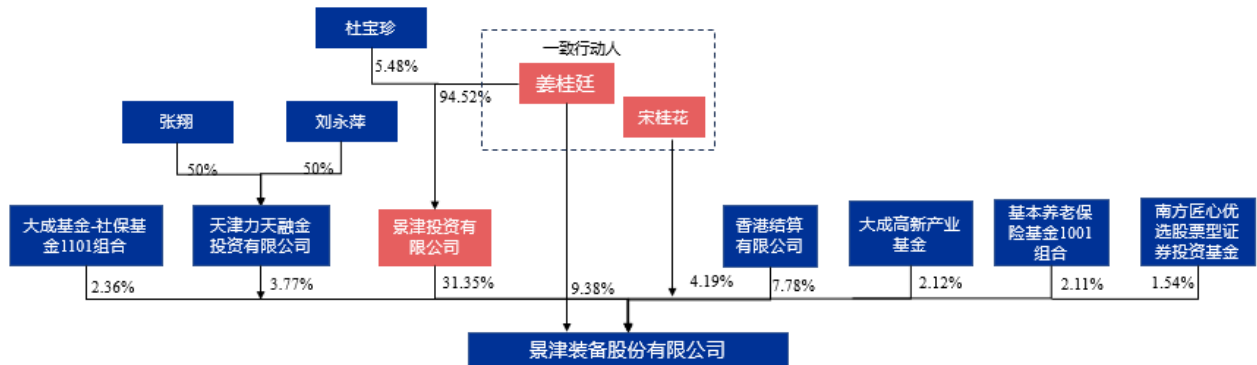
图 2：公司主要产品及各类别 2022 年收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司股权架构稳定，实控人姜桂廷、宋桂花夫妇直接或间接持股 43.2%。姜桂廷享受国务院政府特殊津贴，被山东省人民政府认定为“泰山产业领军人才”，拥有丰富的行业经验。

图 3：公司股权架构（截至 2023 年 3 季报）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司 22 年推行股权激励，目前 22-23 年业绩目标均已完成。2022 年 4 月 15 日，公司发布 2022 年限制性股票激励授予公告：1) 业绩考核：以 2020 年为基数，2022-2024 年公司营收增速分别不低于 52%/65%/80%，或净利润增速分别不低于 43%/55%/66%。2) 授予数量及价格：合计授予 805.93 万股，占激励计划公告时总股本的 1.96%，授予价 20.24 元/股。2023 年 7 月公司公告，因资本公积转增股本及分红，调整后的回购价格 $P = (20.24 - 0.8) / (1 + 0.4) - 1 = 12.89$ 元/股。3) 股票来源：公司自二级市场回购的普通股股票；4) 激励对象：授予 294 人，包括公司董事、高管、核心技术/业务人员等。5) 摊销：预计 2022-2025 分别摊销 4231/4171/1995/484 万元。根据公司 23 年业绩快报，公司预计 2023 年年归母净利润约 9.59-10.21 亿元，同比增加 15-22%，公司 22-23 年业绩目标均已完成。

表 1：公司股权激励经营目标

年	目标营收 (亿元)	yoy	实际营收 (亿元)	目标净利 (亿元)	yoy	实际净利 (亿元)	备注
2020	33.21		33.29	4.32		5.15	以 17-19 均值为基准，2020-21 年营收增速分别不低于 18%、25%，或净利润增速不低于 50%、60%
2021	35.18	6%	46.51	4.61	7%	6.47	
2022	50.60	44%	56.82	7.36	60%	8.34	以 2020 年为基数，2022-24 年公司营收增速分别不低于 52%/65%/80%，或净利润增速分别不低于 43%/55%/66%
2023	54.93	9%		7.98	8%		
2024	59.92	9%		8.50	6%		

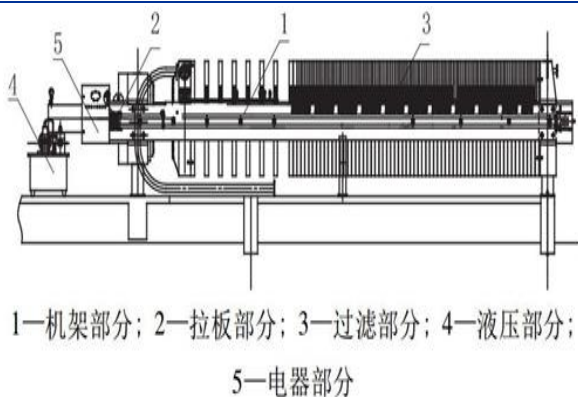
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 依托零件高自制率实现好用不贵，毛利率优于同行

公司核心产品为隔膜压滤机，其分离效果好、过滤周期短、能耗低，是市场主流压滤机。压滤机兴起于上世纪八十年代，先后经历了板框压滤机、厢式压滤机和隔膜压滤机三个阶段。压滤机由机架部分、拉板部分、过滤部分、液压部分和电器部分组成。其工作原理是利用压力泵将悬浮液料浆注入多个密闭滤室中，使滤布两边形成压力差，滤室内的液体透过与滤板相邻的滤布沿滤液汇流通道排出压滤机外，脱水后的固体杂质则截留在滤室中，形成滤饼，通过拉板机将相邻滤板分开，每个滤室中的滤饼在重力或振打装置作用下脱落，实现固相和液相的分离。隔膜压滤机过滤的第一阶段是泵压差过滤，压差可高达4MPa，和真空过滤机0.1MPa的负压过滤相比，**过滤压力大，能耗低**；第二阶段是隔膜压榨过滤，通过挤压滤室容积将残余液体挤出，实现固液的深度分离。**由于隔膜压滤机过滤压力高，因此可用致密的滤布，可获得清澈的滤液和含水率低的滤饼**，这是真空过滤机、带式压榨机和离心机难以实现的。

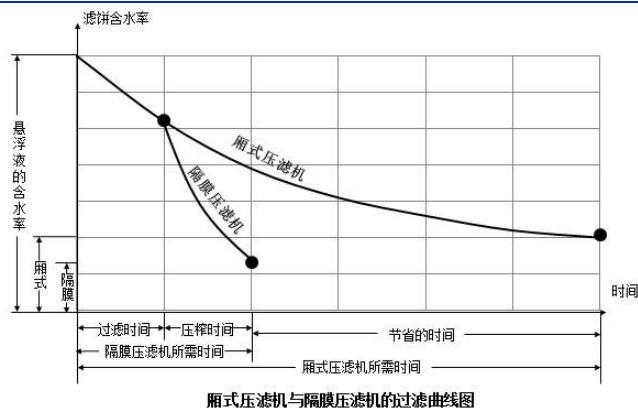
以污泥为例，隔膜压滤机能够将污泥含水率一次性降低至40-58%，而厢式压滤机为75-80%、带式压榨机为75-83%、离心机为75-80%。此外，隔膜压滤机由于采用可变滤室隔膜压榨技术，**可大幅缩短过滤周期**，加上对进料泵的压力、流量进行变频控制，**电能消耗比厢式压滤机和离心机降低30%以上**。

图4：压滤机构成示意图



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图5：隔膜压滤机优势显著



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

好用不贵是公司产品核心竞争力，关键在于公司能够实现零部件的高自制率（93%）。压滤机看似简单，其实是非常复杂的关键设备。根据中国证券报，景津装备平均一台设备拥有2.3万个零部件，复杂的设备将近4万个，零部件自制率达到93%。这样既能保证产品质量和稳定性，也能实现灵活改造；使得公司三日内即可按客户需求定制出成品，同时可以大幅降低生产成本。

同时，公司在规模、品牌、技术研发等方面竞争优势明显。目前，中低端市场形成了充分竞争。但受制造工艺、研发水平、生产设备投资和生产规模等因素的制约，大多小型压滤机生产企业尚不能规模化**生产滤质适配性强、压榨压力大、自动化程度高、附加价值高**的压滤机产品。公司具备多方面优势：

1、在技术研发及专利方面：公司系中国通用机械协会分离机械分会理事长单位，公司参与起草、修订了 6 项国家标准以及 9 项行业标准。公司积累了丰富的经验，对于客户的个性化需求，能实现快速高效的业务分析与拆分、模块设计、试制品生产和测试，在效果和效率方面，形成了良好的口碑。同时公司已申请多项专利，交叉覆盖整个生产过程和各个技术环节的专利保护体系，形成较为严密的专利技术壁垒。截至 2022 年底，景津装备拥有国内专利 735 项，国际发明专利 24 项；

2、产品加工工艺及质量方面：公司拥有各种型号的加工中心、不同形式的高精度加工设备、程控注塑机、高端密封件加工设备、进口高精冲剪钣金设备，建有高精度模具车间。引进德国从原料拉丝到滤布成型整套生产线，结合景津 30 多年的过滤经验，在恒温恒湿织造环境下，德国重磅剑杆织机，将细丝线织成密度很高和不同孔形的滤布。公司拥有丰富的生产制造经验和熟练的技工，机加工、注塑、织造等设备均为国内外先进设备，较高的生产管理水平，使得公司拥有较高的生产效率和产品质量。

3、生产规模和产品结构方面：公司在行业内具有较强的规模优势。同时得益于技术能力、产品质量和品牌优势，公司生产的高端机械设备比重较大，技术附加值高，产品的毛利率保持在较高水平。

4、客户资源及售后服务方面：公司通过优质的产品、专业的过滤解决方案以及全方位的技术服务支持，与客户建立了长期稳定的合作关系，公司产品销往美国、日本、欧盟、印度、澳大利亚、巴西等多个国家和地区。此外，公司的售后服务网络遍布全国各个区域，公司不断完善和改进售后网络的服务能力及服务水平，为公司客户提供良好保障。

公司市占率达 40%，毛利率整体优于同行。根据中国通用机械工业协会统计，2020 年我国压滤机产量为 25598 台，同比增长 16.4%，**压滤机产值为 82.73 亿元，按照公司 2020 年 33.29 亿收入测算，公司市占率约 40%**。公司竞争对手包括兴源环境等国内企业以及奥地利的安德里茨（ANDRITZ GROUP）、芬兰的美卓公司（Metso Oyj）等外企。

表 2：我国主要过滤装备公司过滤装备收入与毛利率

公司名称	收入（百万元）			毛利率（%）		
	2022	2021	2020	2022	2021	2020
景津装备	5,666	4,639	3,322	31	30	32
兴源环境	470	469	367	20	22	21

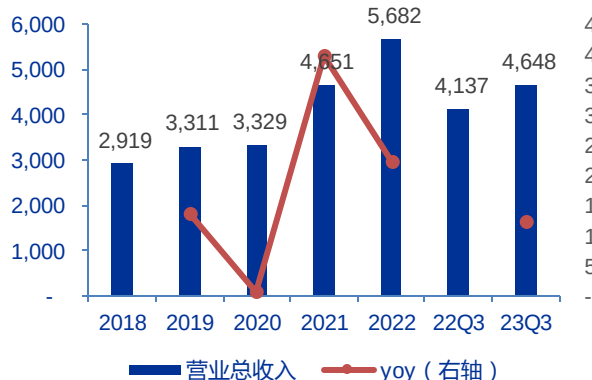
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 公司盈利能力突出，财务表现优秀

公司近 4 年营收 CAGR 达 18%，归母净利润 CAGR 达 36%。公司近年收入整体稳步提升，自 2021 年开始明显提升，主要系公司产品在新能源、新材料、砂石等领域得到广泛应用。**利润增速高于收入增速，主要得益于期间费用率自 2020 年以来明显下降。**根据公司

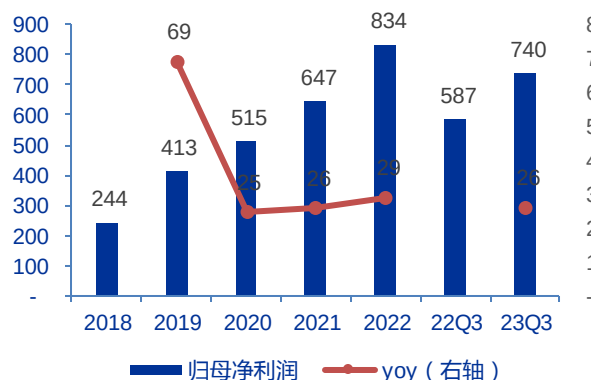
公告，2022 年公司收入 56.82 亿元，归母净利润 8.34 亿元，预计 2023 年归母净利润约 9.59-10.21 亿元，同比增加 15-22%。

图 6：公司历年收入情况（百万元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

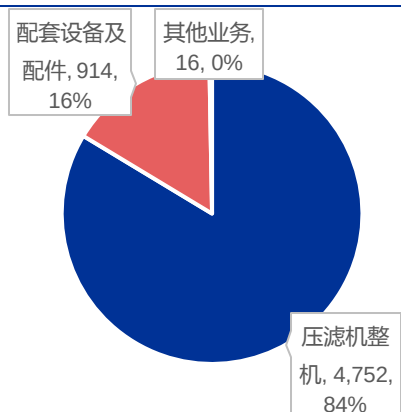
图 7：公司历年归母净利润情况（百万元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

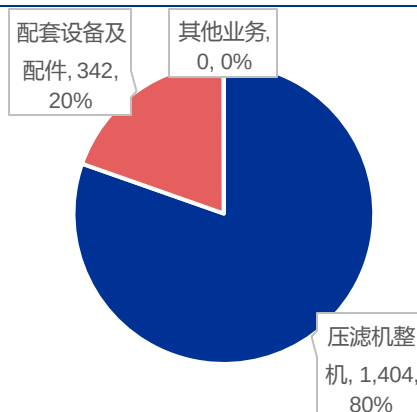
分业务来看，压滤机整机贡献公司 80%毛利，配件及配套设备贡献 20%毛利。

图 8：公司 22 年收入构成（百万元，%）



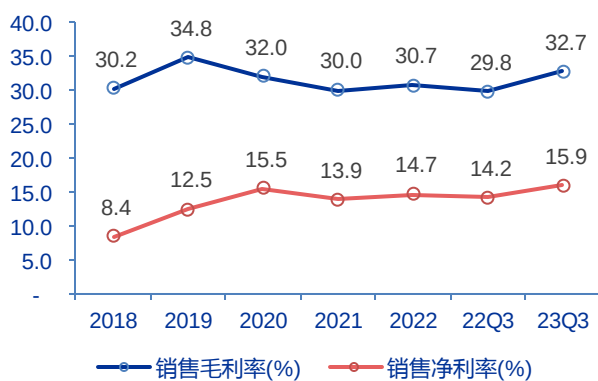
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：公司 22 年毛利润构成（百万元，%）



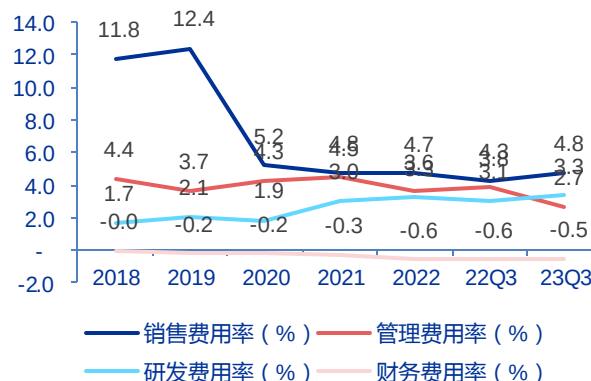
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：公司历年毛利率及净利率表现（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究。

图 11：公司期间费用率表现

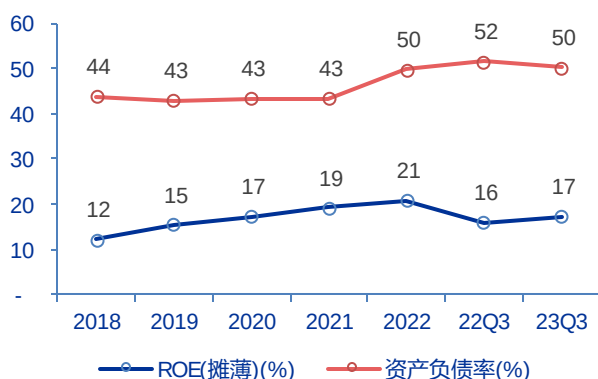


资料来源：Wind，申万宏源研究

公司毛利率整体在 30% 水平，得益于销售费用逐步下降，净利率则逐步提升至 15% 左右。压滤机行业的主要原材料为钢材和聚丙烯，均属于大宗商品，供应充足。公司整体期间费用率由 2019 年前的 18% 大幅下滑至 22 年的 11% 左右，主要得益于自 2020 年开始销售费用率大幅下滑【由于 2020 年度的疫情影响，同时公司加强了对销售人员的管理和考核】。研发费用方面，公司持续提升，近两年研发费用率约 3%。财务费用则受益于公司基本没有有息负债而持续为负。

截至 22 年，公司 ROE 达 21%，公司在手现金类资产充裕 20 亿，占净资产比重 50%，有息负债为 0。截止 2023Q3，公司负债率约 50%，但有息负债率仅约 2%，基本没有有息负债，负债端主要来自公司合同负债（预收账款）。近年来，公司合同负债持续提升，与公司收入增长基本保持一致，截至 23Q3，公司合同负债达 23.27 亿元，同比下滑 3%。

图 12：公司历年资产负债率及 ROE (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

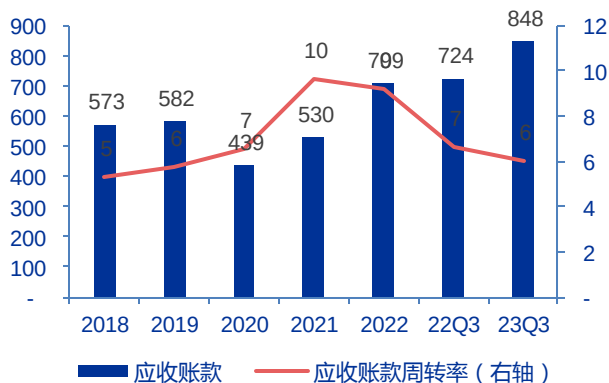
图 13：公司近年带息负债情况 (百万元，%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司经营活动现金流稳步增长，22 年净现比达 1.2，23Q3 下滑主要是受承兑汇票增加影响。筹资活动现金流除 2019 年 IPO 募资 5.49 亿元，融资现金流大幅流入，其余年份则主要为分红流出（21 及 22 年还有支付保函保证金、股权激励个税款）。投资活动现金流主要受公司项目投资及理财影响，2023 年投资流出增加，主要为新增投资配套设备生产。

图 14：公司近年应收账款及其周转率 (百万元，%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

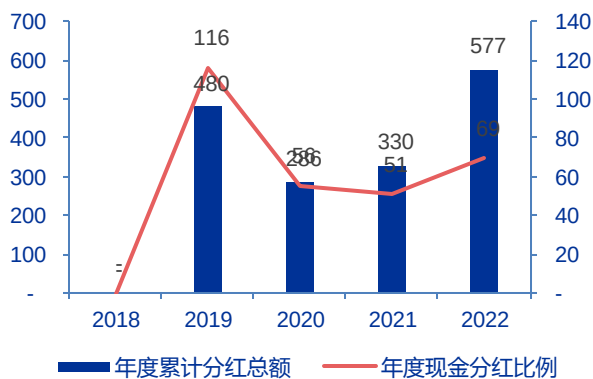
图 15：公司历年现金流表现 (百万元)



资料来源：Wind，申万宏源研究

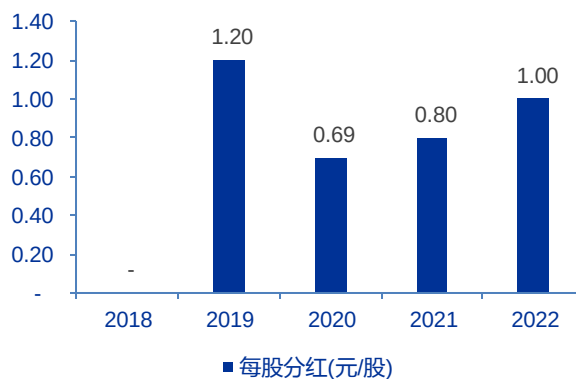
依托公司稳健现金流,持续提升分红,2022 年分红率达 69%,同时 23Q3 新增分红。2024 年 2 月公司发布《2023 年前三季度权益分派实施公告》,新增 2023 年前三季度分红,以方案实施前的公司总股本 5.77 亿股为基数,每股派发现金红利 1.06 元(含税),共计派发现金红利 611,283,344 元。

图 16 : 公司近年分红总额及分红比例 (百万元, %)



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17 : 公司近年每股分红 (元/股)

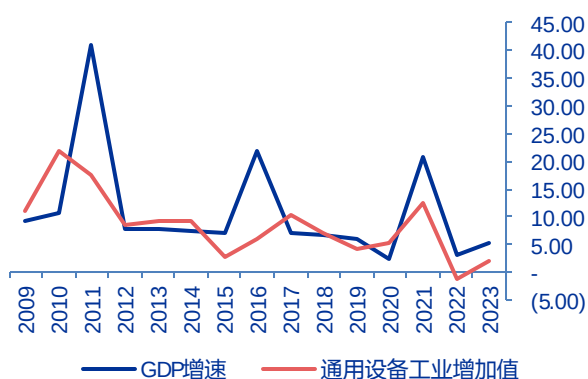


资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 整机：持续研发，整机下游应用不断拓展

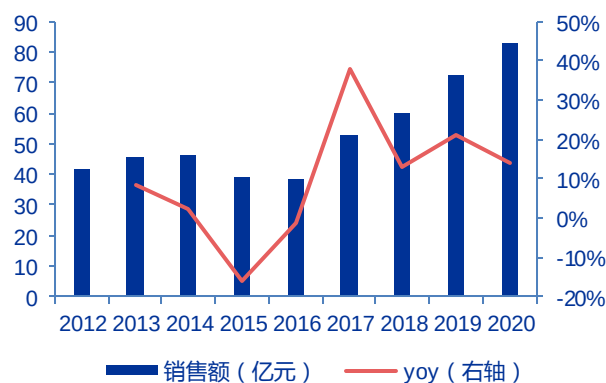
压滤机属通用机械，行业发展受宏观和结构性下游波动影响，伴随各行业对过滤效率及成本的要求提升，叠加环保政策趋严，压滤机市场持续扩容，我国压滤机市场由 2017 年的 53 亿元扩大至 2020 年的 83 亿元，预计 2022 年达 142 亿元。2008-2013 年，得益于压滤机下游行业景气度上升，行业产能逐渐增大；2014 年，受国家产业政策影响，下游部分行业产量增速放缓；2015-2016 年，市场对压滤机需求持续下降，压滤机行业产能过剩，行业销售收入呈“负增长”；2017 年起，随着环保政策的深入和经济逐渐趋稳，尤其是近年来国家对各行业的环境保护和资源利用要求越来越高，行业不断拓展。根据《通用机械工业年鉴》，我国压滤机市场由 2017 年的 53 亿元扩大至 2020 年的 83 亿元。2021 及 22 年 伴随新能源新材料领域扩张，压滤机行业进一步扩容，参照景津装备 2020 年 40% 市占率，据此测算我国压滤机行业空间达 142 亿元。

图 18 : 我国 GDP 增速及通用设备产值增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 19 : 中国压滤机销售情况 (亿元)



资料来源：通用机械工业年鉴，申万宏源研究

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/276012022052010104>