

纽威股份（603699.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	工业	价值	360.66亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	34.02	DDM估值 上行空间	37%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	263.83亿	状态	偏低估	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	20.23	价值	343.91亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	6.24	动态估值 上行空间	30%		
		状态	偏低估		

核心评级结论

纽威股份是国内规模最大的中大型高端阀门制造商与出口企业，服务于石油、天然气、化工等行业的全球客户，提供闸阀、球阀等各类阀门产品及全套解决方案，属于高增长高分红的稀缺制造标的。

公司四维评级星级优秀。1) 目前公司全球市占率仅约1%，全球排名第13，与全球龙头艾默生规模体量差五倍之多，成长空间较大；2) 产品定制化及大客户绑定策略彰显公司高盈利能力；3) 全球阀门企业规模的排名历年稳定，各家产品差异化竞争，产业格局相对良好；4) 高端阀门具备产品、品牌、渠道等壁垒，公司经过20多年发展已构筑相对较深且持久的核心护城河。

根据我们对于下游景气度判断以及公司客户认证进度的推测（LNG、海工造船等新业务迎来集中交付周期；炼化化工等传统优势领域持续突破中东大客户），结合DDM模型和动态估值测算，纽威目前价值被市场低估；且参考四维评级及业绩确定评分，公司价值回归的确定性较高。

我们区别于市场的观点

市场认为，1) 纽威下游以油气相关行业为主，受宏观扰动不确定性较大；2) 订单透明度低，跟踪难度大，且市场担忧公司接单增速可能放缓。

我们认为，1) 短期来看，下半年交付压力大，公司正积极部署扩张产能；核电、水处理等新行业新订单增长可观，支撑公司接单增速；2) 中长期来看，公司经历20多年发展，在周期中淬炼产品与业务布局，依托新产品、新客户、新领域的持续拓展，业绩有望长期跑赢行业资本开支。

风险提示

新产品的认证周期拉长，可能导致签订单不及预期；因客户经营压力、装置设计变动等因素致使项目进度推迟、在手订单延迟交付；细分市场竞争格局恶化或使公司产品毛利率快速下跌。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发高端度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
3.5 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

纽威股份深耕阀门产业近三十年，是国内综合实力领先的工业阀门供应商。公司前身为1997年成立的苏州纽威机械，成立以来始终致力于为全球客户提供全套工业阀门解决方案，产品覆盖闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀、调节阀、氧气阀、水下阀、超低温阀门和电站阀等十大系列，规格型号达到5000多种，为石油天然气、化工、电力等行业提供覆盖全行业系列的产品。

2. 业务介绍

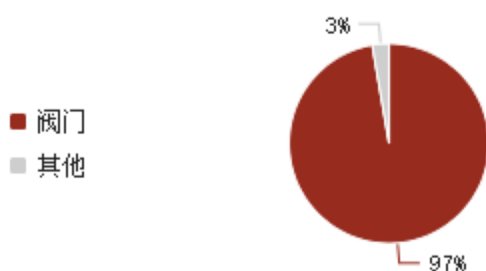
对于纽威股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

阀门：

阀门是通过改变其流道面积的大小，控制流体流量、压力和流向的装置，是流体输送系统中的控制部件，其需求渗透至生产生活的方方面面。

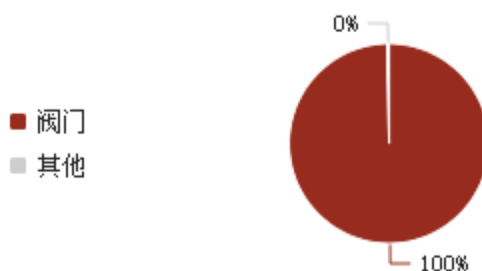
阀门全球市场规模超过800亿美元，纽威的业务界定为全球高端工业阀门市场，公司的下游客户由油气化工行业单一客户逐步拓展至深海阀门、核电阀门等新型高端领域，有效降低了公司对单一领域的业务依赖。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

阀门的品类规格繁杂、价格跨度非常大，因其下游应用场景广泛、客户高度分散。阀门制造行业属于资产强度中等、人力资源密集度较高的制造业。其中，中高端产品偏向定制化属性，品牌力与产品品质构成核心竞争要素，推动生产商与下游客户的形成较强的合作黏性。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

阀门制造需要铸造设备、加工机床、检测设备等生产设备，设备的购置和维护需要一定资本投入；但相较于高科技产业，阀门制造的生产技术和设备较为成熟，不需要持续进行大规模的研发投入和设备更新，因此行业的资产轻重度属于中等，以纽威为例，公司的固定资产/收入比重近20%。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

高端和低端阀门价格差距悬殊，例如家用阀门单价在15~25元/只，而核电主蒸汽隔离阀单价约300万~800万元。后者在性能、可靠性上要求更为严苛，涉及产品设计、材料选择、工艺制造等核心环节。纽威主要聚焦于中高端阀门，部分产品需与项目方联合开发研制，需投入大量资金及专业研发人员推进研发工作。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

中高端阀门会根据客户工况设计特殊规格，因而生产流程难以完全自动化，多环节（如复杂部件的精密加工、密封面的研磨、装配精度的调整等）需要人工干预，尤其是小批量、高精度产品，对熟练技工的依赖度更高。因此阀门制造的人力资源密集度较高，纽威每年支付给职工支付的现金/销售商品、提供劳务收到的现金的比值为近0.15。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

阀门种类繁多下游应用极度分散，纽威虽采用绑定大客户策略，由于业务聚焦油气化工、海工造船、LNG、核电、水处理等多行业，客户覆盖广，前五大客户销售额占比仅为20%，客户集中度较低。

3.5 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

阀门生产成本中原材料占比近80%，原材料为钢铁、铜等大宗商品，以及通口、螺母等常见的铸件锻件。纽威有四家锻造铸造厂，可以满足80%以上阀门的原材料需求，保证阀门质控的同时进一步降低对原材料供应商的依赖，实现原材料产品的闭环交付。从采购数据来看，纽威前五大供应商采购额占比14%，供应商集中度较低。

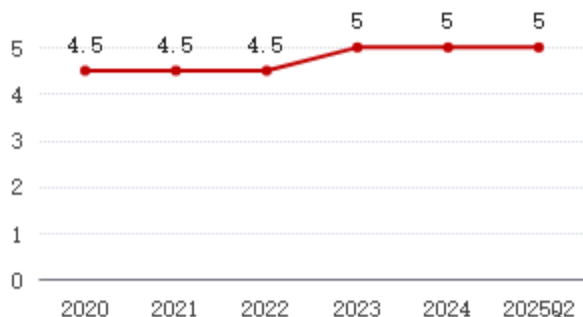
4. 历史经营绩效

纽威凭借技术沉淀，不断开拓新场景与客户资源，打开成长天花板；通过产品结构优化、推动盈利能力明显改善；回款良好现金流充足，公司分红率持续走高。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



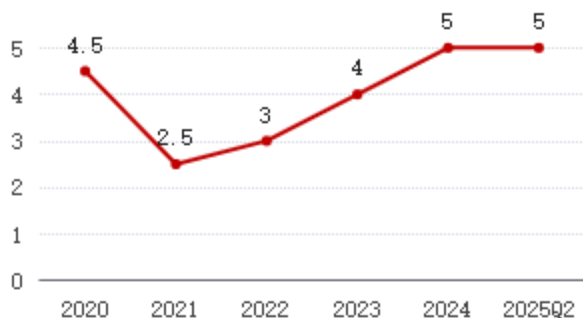
过去五年纽威的盈利能力处于高位且表现稳健。除了21年大宗商品价格过高侵蚀产品利润，公司通过产品结构调整、新项目研发、成本控制等方式，历史毛利率均高于30%，充分反映了其优秀的盈利能力。

数据来源：公司财报，壹评级

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



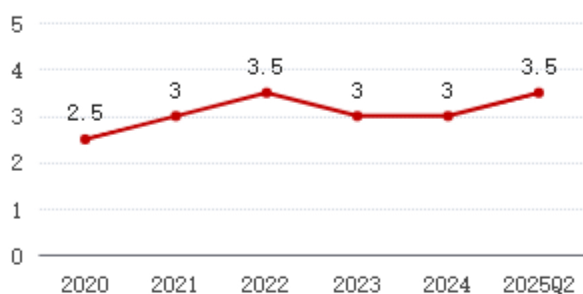
数据来源：公司财报，壹评级

纽威自22年起成长能力显著提升。21年公司受疫情扰动及飙升海运费冲击，收入增速阶段性放缓；22年起公司依托前期在产品技术、品牌渠道等多年的沉淀与积累，发展迎来多点开花。凭借新品类扩展、现有市场份额提升及新客户导入，推动订单与业绩持续超预期。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



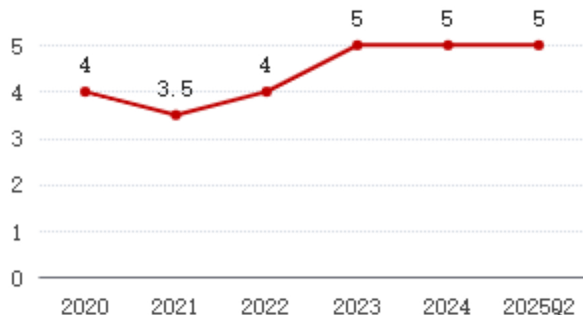
数据来源：公司财报，壹评级

纽威的业务控制力较其他指标来说相对一般。原因在于公司属于中上游阀门零部件企业，下游客户为壳牌、道达尔等全球巨头，话语权相对较弱、应收账款周转天数近120天；且公司产品定制化较多，存货周转天数为7~8个月，从而影响公司的业务控制力。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

纽威近年来加大分红力度，股东回报评级高。得益于优质的业务模式与良好的回款能力，公司在手现金储备充足。在预留覆盖未来资本支出的资金后，公司尽可能最大化回馈股东。24年分红额超过100%，25年中期分红股利支付率达70%。

5. 四维评级

纽威整体评级优秀。中高端阀门市场格局稳定，技术与渠道壁垒较高。公司具备先发优势，护城河深厚且持续性强。依托大客户份额提升、新客户突破及产品多领域拓展，公司业绩有望快速增长。同时通过产品结构优化、提高原材料自供比例、精细化管控内部费用，公司维持领先的盈利能力。

5.1 成长空间

★★★★☆

工业阀门整体市场已进入成熟阶段，行业增速相对缓慢；但细分领域的景气度持续走高，公司依托技术实力与订单获取能力，聚焦高增速细分行业布局，客户面和覆盖区域均已逐步打开，整体成长空间评级处于中等偏上水平。

阀门(3.5星)：

全球阀门行业市场规模超过800亿美元，每年以低个位数温和地增长，而纽威现全球市占率仅约1%，可触及的空间非常大。公司在油气化工客户中份额尚有提升空间，以及在海工造船、核电、水处理等新领域存在较大的发展前景。公司在手订单涵盖石化、海工造船、核电等，未来几年的交付确定性强。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

纽威多为定制化高附加值产品，向上布局铸件实现闭环交付，叠加管理层费用控制得当，公司整体盈利能力较高且趋于稳定。

阀门(4星)：

中高端阀门市场存在技术、渠道、认证等壁垒，因而供需格局稳定，产品盈利能力较高。公司近年来发力的海工造船、核电、水处理等新领域，对产品性能要求更高，可享受更高的利润水平；且向上游布局四家铸锻件工厂，生产一体化的同时降低原材料采购；此外，公司持续优化内部费用，盈利能力预计将稳步提升。

5.3 产业格局

★★★★☆

高端阀门行业对于产品质量、品牌力、渠道服务等提出更高的要求。从历史全球阀门排名来看高端产品的格局相对稳定，纽威凭借前期布局经验的积累，近年来收入规模快速提升。

阀门(4星)：

中高端市场客户关注阀门产品的质量并非价格，且想要获取客户的信任需要长时间验证及可靠性背书，因此中高端产品的客户黏性较强，新进入者需要突破品牌和渠道、技术专利及经验曲线壁垒，难度比较大，产业竞争格局稳定。

5.4 护城河

★★★★☆

纽威凭借早年与海外龙头合作积累的信任，以差异化与大客户策略为核心，成功构筑竞争优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
阀门	(3.5星)经壹评级调整，纽威的ROIC为26.7%，有19.7%的超额收益，护城河较深。由于行业属性所致，公司全球阀门的市占率仅为1%，不过在如炼化石油等领域公司的细分市场份额超过20%，头部地位稳固；业务控制力星级虽然中等，但公司绑定核心大客户，具备较高的客户粘性。	(4星)纽威的护城河来自于线下渠道、产品技术及管理能力三大要素。公司与头部客户保持二十余年的深厚合作关系；对于行业有深刻的理解与丰富的经验积累，技术先发优势明显；管理层具备前瞻性眼光，提前卡位潜在高景气度的行业，以上三大护城河因子具备较强稳定性，衰退节奏较为缓慢。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据我们对于产品下游景气度的判断，结合DDM模型和动态估值测算，纽威目前价值被市场低估；且参考公司四维评级及业绩确定评分，公司价值回归的确定性较高。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主营产品为阀门，分应用领域进行预测，各板块的预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

1、油气开采&炼油：近年来，纽威突破中东大客户带动订单超预期增长，后续随着基数的增长，板块增速有所放缓。沙特、越南等地海外工厂预计26~27年落地，本土化基地产能有望加强纽威在海外市场的拿单能力，预计28年后板块业绩增速迎来新的一波高点，我们假设未来五年板块收入复合增速为16%。

2、化工：化工主要聚焦国内的存量国产替代&新材料增量市场，未来五年的收入增速逐步放缓，不排除后续海外市场增量需求复苏，公司切入新客户供应链，带动板块提速。我们预测未来五年板块收入复合增速为6%。

3、LNG：LNG船归在LNG板块，LNG船交付高峰在26~28年，公司享受行业高景气红利，收入同步高增，我们预测未来五年板块收入复合增速为22%。

4、海工造船：FPSO&Flng船的可见订单交付集中在27~28年，我们预测未来五年板块收入复合增速为25%，是未来公司业绩的主要支撑点。

5、核电：核电阀门是公司核心战略板块，参考现有机组的建设周期，预计核电零部件交付高峰在26~29年。公司板块基数低，未来有望维持高增长。我们预测未来五年板块收入复合增速高达36%。

6、多晶硅：多晶硅行业供给过剩，公司板块战略性收缩。

盈利假设：

1、毛利率：公司通过产品迭代新项目导入，各类下游的毛利率未来可以维持稳定；随着海工造船、LNG、核电等高毛利产品占比的提升，中短期内公司整体毛利率逐步抬升，后续随着市场饱和竞争或加剧，我们假设终局产品毛利率为33.5%。

2、费用率：研发费用率及销售费用率长期维持稳定，随着收入规模扩张、内部效率优化，管理费用率略有下降。

表2：公司整体业绩预测

纽威股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	40.6	55.4	62.4	74.7	86.5	98.2	111.0	124.2
归母净利润(亿)	4.7	7.2	11.6	14.7	17.4	20.0	22.5	24.6
归母净利润增速(%)	23.3	55.0	60.1	26.9	18.9	14.9	12.2	9.5
经营性净利润(亿)	4.7	7.7	11.3	14.5	17.1	19.8	22.2	24.4
经营性净利润增速(%)	20.6	62.8	47.5	27.7	18.3	15.3	12.5	9.7
经营性归母净利润(亿)	4.6	7.6	11.2	14.3	16.9	19.5	21.9	24.1
经营性归母净利润增速(%)	19.2	62.9	48.7	27.2	18.3	15.3	12.5	9.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

阀门	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	40.6	55.4	62.4	74.7	86.5	98.2	111.0	124.2
收入增速(%)	2.4	36.6	12.5	19.8	15.8	13.5	13.0	11.9
经营性净利润(亿)	4.7	7.7	11.3	14.5	17.1	19.8	22.2	24.4
经营性净利率(%)	11.6	13.9	18.2	19.4	19.8	20.1	20.0	19.6
经营性净利润增速(%)	20.6	62.8	47.5	27.7	18.3	15.3	12.5	9.7

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
阀门	4.2%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	32.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
阀门(亿)	106.6	234.2	340.8	5.5	3.4	1.0	343.9
公司整体测算(亿)	106.6	234.2	340.8	5.5	3.4	1.0	343.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
阀门(亿)	168.0	189.6	357.6	5.5	3.5	1.0	360.7
公司整体测算(亿)	168.0	189.6	357.6	5.5	3.5	1.0	360.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

纽威所处阀门产业属于稳定成长属性，行业增速稳定维持个位数增长。公司历史收入成长、盈利能力的波动性相对较低，产品矩阵的拓展逐步分散下游周期风险。然而落实到业绩预测，由于新客户、新产品的导入进度跟踪难度较大，公司的收入利润预测存在一定不确定。因此综合考虑公司的估值确定性星级位于中等水平。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。