

景津装备（603279.SH）

公司报告 | 首次评级报告



李亦桐
环保行业研究员

2025年11月7日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	16.5
总市值	95.12亿
PE-TTM	15.38
PB-MRQ	2.01

估值结果

价值	137.01亿
DDM估值	上行空间 44%
状态	偏低估
价值	132.26亿
动态估值	上行空间 39%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

景津装备是全球压滤机龙头企业，核心产品压滤机设备主要起到固液分离的作用，应用于锂电、环保、化工等行业的作业流程中。公司成长能力偏弱，主要系压滤机下游的锂电、化工、基建等行业存在下游资本开支下行的可能性。公司盈利趋势较好，主要系压滤机及配件市场集中度较高，且上下游较为分散，公司议价能力较好。公司产业格局较好，主要系产品定制化属性下存在较高的经验曲线壁垒，头部企业强者恒强。公司护城河很深，主要系压滤机为利基市场，同时公司压滤机市占率较高，规模经济下可摊薄成本。

基于我们的假设，压滤机市场规模维持稳定，公司保持压滤机市场份额，且伴随设备保有量提升，配件业务收入将维持较快增长，我们认为公司目前为低估状态。

我们区别于市场的观点

市场上很多投资者认为，景津装备压滤机行业下游多为锂电、化工、基建、环保等行业，存在下游资本开支下行的可能性，压滤机需求天花板较低，公司未来增长空间较小，业绩可能受到影响。

我们认为，尽管压滤机下游行业多数已脱离资本开支高峰阶段，景津装备未来业务仍存在增长机会：1）伴随公司压滤机保有量增加，滤板、滤布等配件业务将维持较快增速；2）公司压滤机产品性价比相比海外品牌具备优势，当前出口占比较低，海外业务存在增长机遇；3）公司配套装备业务仍处于初期，成套销售模式下，配套装备业务增长空间较大。

风险提示

若环保行业资本开支下降，或导致环保相关压滤机需求下滑。若房地产及基建需求进一步下行，或影响砂石骨料压滤机需求。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 营销强度	5
3.2 客户集中度	5
3.3 整体供应链集中度	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	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	11
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

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	10
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	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

景津装备为全球压滤机龙头，主产品压滤机为制造业、建筑业等领域会使用的固液分离设备。公司长期深耕压滤机设备及配件，在压滤机整机、滤布、滤板、配套装备方面均有布局。当前业务下游涉及锂电、基建、化工、医药、环保等领域，区域覆盖欧洲、美洲、东南亚、非洲等地。

2. 业务介绍

对于景津装备公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

压滤机整机：

公司压滤机整机业务主要是向下游锂电、化工、环保、砂石骨料、医药等行业客户销售压滤机整机设备。我们对该业务界定为国内外的压滤机整机设备市场。

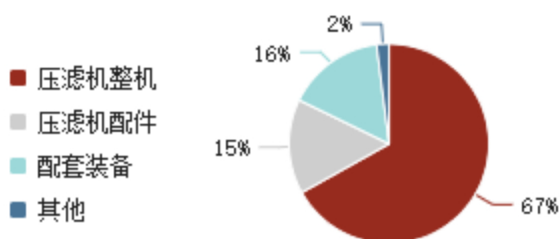
压滤机配件：

公司压滤机配件业务主要是向压滤机整机相同的客户销售滤布、滤板等压滤机配件耗材。我们对该业务界定为国内外的压滤机配件耗材市场。

配套装备：

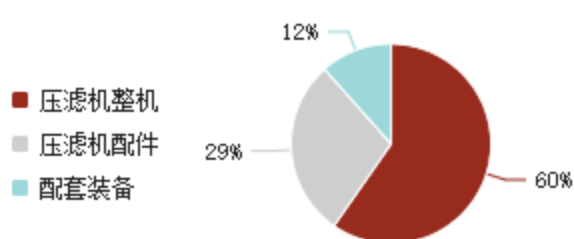
公司配套设备业务主要是向压滤机相同的客户销售压滤机配套的浓缩机、搅拌机、输送机等设备。我们对该业务界定为国内外的压滤配套设备市场。

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

景津装备商业模式为采购上游钢材、聚丙烯、电料等工业原材料，加工成压滤机整机及配件，并出售给下游客户，定制化程度高、用户粘性强。

公司作为通用设备企业，上游供应链覆盖原材料种类较多，供应厂商较多，整体供应链集中度较低；下游客户多为成熟行业长期合作，且分散于多个行业门类，营销强度较低、客户集中度低。

3.1 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司销售费用率在5%左右，产品存在定制化属性，且压滤机行业竞争对手较小，客户多为成熟行业长期合作，所需维持的销售人员较少，营销强度较低。

3.2 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户覆盖锂电、化工、环保、砂石骨料、医药等多个行业客户，下游门类较多，客户集中度低。

3.3 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

公司产品供应链主要为钢材、泵阀、电料、聚丙烯等，其中钢材和聚丙烯在原材料成本中占比在70%以上，相关供应链厂商较多，供应链集中度较低。

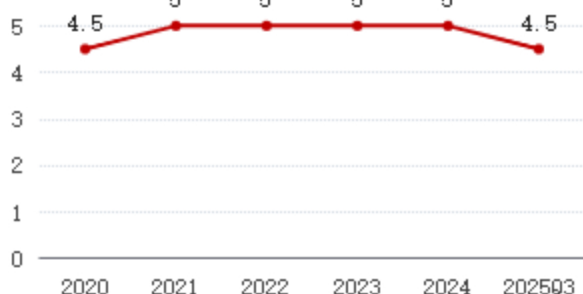
4. 历史经营绩效

景津装备盈利能力很好，成长能力偏弱，业务控制力很好，股东回报表现较好，整体经营绩效较好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



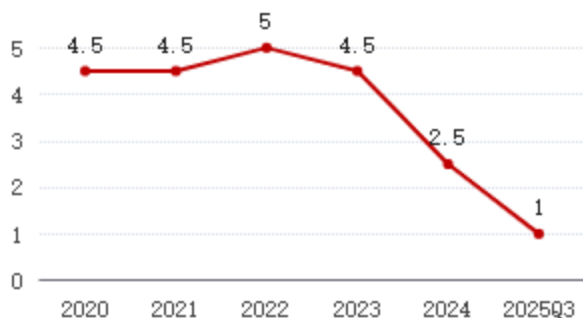
公司历史盈利能力很好，核心指标净利率、净资产收益率均保持市场较高水平，主要系公司市占率较高，上下游均较为分散，产品议价能力较好，销售盈利能力较好。

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



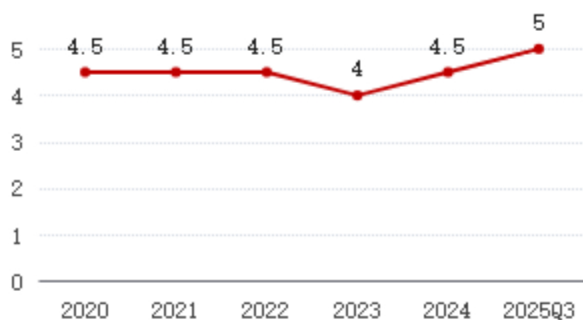
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力偏弱，2024年以后成长能力快速下滑，主要源于锂电行业资本开支自高峰下行导致公司业绩增速下滑；整体成长能力偏弱，主要是下游化工、环保、基建等行业存在资本开支下行可能性，或导致压滤机采购需求减少，进而影响公司成长斜率。

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



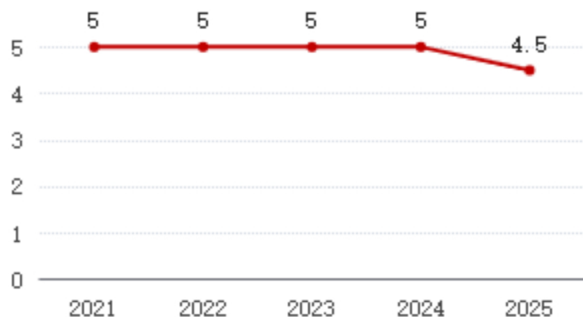
数据来源：公司财报，壹评级

公司经营性现金流表现较好，上下游占款比例较高，（合同负债+预收款项）/营业收入长期在30%以上，业务控制力很好。

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

公司长期坚持分红，分红比例长期在50%以上，股息率在4%-6%左右，分红水平较高，股东回报表现较好。

5. 四维评级

景津装备成长能力偏弱，盈利趋势较好，产业格局较好，护城河很深。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司压滤机设备及配件的下游多为锂电、化工、环保、砂石骨料等资本开支存在下降趋势的行业，需求端存在下行可能性，业务成长性偏弱。

压滤机整机(1.5星):

压滤机整机业务下游多为锂电、化工、砂石骨料、环保等资本开支存在下降趋势的行业，需求端存在下行可能性，成长性偏弱。

压滤机配件(2星):

压滤机配件业务下游与整机相同，但作为耗材产品，伴随整机设备保有量增长存在一定成长性，整体成长性偏弱。

配套装备(3.5星):

配套设备业务下游与压滤机整机相同，但搅拌机、输送机等配套设备与压滤机的销售配套率存在提升空间，行业成长性略高于压滤机整机，整体成长性较好。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司在压滤机整机及配件、配套装备环节市占率均较为领先，行业整体集中度高，整体盈利趋势较好。

压滤机整机(3星):

公司为压滤机整机龙头，行业为一超多强的集中格局，公司市占率领先且长期较为稳定，但行业存在同质化问题，产能略有过剩，整体盈利趋势较好。

压滤机配件(4星):

公司为压滤机配件行业龙头，行业格局较为集中，市占率较为领先，且行业供需平衡，不存在整机的价格战风险，整体盈利趋势较好。

配套装备(3星):

压滤机配套装备行业整体较为集中，公司市占率较为领先，行业供需基本平稳，整体盈利趋势较好。

5.3 产业格局

★★★★☆

压滤机整机、压滤机配件、配套设备的上游供应链和下游客户均较为分散，对上下游的议价能力较好，但产品均存在同质化问题，存在较多性价比竞争，整体产业格局较好。

压滤机整机(3.5星):

压滤机整机上游为钢材、聚丙烯、电料等原材料，下游覆盖锂电、环保、化工等多个行业客户，定制化属性下直接面对下游终端客户，整体供应链和下游客户均较为分散，且公司为行业龙头，市占率领先，但产品同质化会导致价格战，整体产业格局较好。

压滤机配件(3.5星):

压滤机配件上游主要为聚丙烯材料，下游客户格局与压滤机整机类似，整体供应链及下游客户均较为分散，公司市占率较为领先，但同样存在同质化问题，整体产业格局较好。

配套装备(3星):

压滤机配套装备上游主要为钢材、电料等，下游与压滤机整机一致，供应链及客户集中度较低，格局相比整机、配件更为分散，且存在与压滤机类似的同质化情况，整体产业格局较好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河很深，主要体现在业务的高ROE、高ROIC上，公司通过利基市场垄断、规模经济、线下渠道壁垒三方面护城河形成高经营性现金流、低有息负债的情况，业务控制力很好。

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
压滤机整机	(4.5星) 压滤机整机护城河宽度较大，2024年经壹评级调整后ROE为26%，具有明显超额收益，市占率40%，公司业务控制力很好，主要系压滤机为利基市场，同时公司具备线下渠道和规模经济优势。	(4.5星) 压滤机整机护城河来源于利基市场垄断、线下渠道、规模经济。压滤机市场规模较小，且存在较高的经验曲线壁垒，预计利基市场属性将延续；定制化属性下，客户对产品可靠性看重，公司产品方案成熟，预计线下渠道优势将长期维持；原材料采购存在规模经济，公司市占率领先行业，预计规模经济护城河将长期维持，可持续性较强。
压滤机配件	(4星) 压滤机配件护城河宽度较大，2024年经壹评级调整后ROE为24%，具备明显超额收益，压滤机配件市占率约14%，公司业务控制力星级较高，主要系压滤机配件与整机同为小规模利基市场，可复用整机成熟线下渠道，且同样具备规模经济优势。	(5星) 压滤机配件护城河来源于利基市场垄断、线下渠道、规模经济。压滤机配件与设备存在适配性，原厂配件较为可靠，线下渠道与整机绑定，可持续性较强。
配套装备	(2.5星) 配套装备护城河宽度较大，2024年经壹评级调整后ROE为10%，具备一定的超额收益，公司业务控制力星级较高，主要系配套装备与压滤机整机的下游客户相同，渠道可复用。	(5星) 配套装备护城河主要来源于线下渠道。与配件类似，配套装备作用于压滤机以外的同一工业流程的其他环节，存在绑定采购，护城河可持续性较强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于压滤机整机及配件市占率逐步提升的假设，我们对景津装备采用动态估值和DDM估值方法，得出的结论是：公司存在低估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括压滤机整机、压滤机配件、配套装备，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

压滤机整机业务：

收入假设：

- 1) 压滤机销量：考虑到压滤机下游行业资本开支下行，市占率提升空间较小，假设显性期内压滤机销量维持2%-3%左右的增速，半显性期维持1.5%左右增速。
- 2) 压滤机均价：考虑到下游资本开支下行的情况下，压滤机存在一定价格竞争，假设显性期公司压滤机均价存在每年1%左右的下降，半显性期内价格维持稳定。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到公司在压滤机整机的市占率40%左右，长期价格竞争影响较小，预计短期价格压力释放后，压滤机整机毛利率稳定在25%-26%左右。
- 2) 费用率：考虑到客户稳定、方案较为成熟，所需研发、销管人员较少，预计费用率稳定在9.5%-10%左右。

压滤机配件：

收入假设：

- 1) 滤板、滤布销量：考虑到压滤机尚未到大规模更新节点，未来保有量每年仍处于5%-10%的增长阶段，假设滤板销量/压滤机保有量的比值稳定在14左右，滤布销量/压滤机保有量的比值稳定在45左右。
- 2) 滤板、滤布均价：考虑到滤板、滤布行业为利基市场，公司高市占率情况下价格竞争较小，假设滤板均价稳定在340-360元/块左右，滤布均价稳定在77元/块左右。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到配件行业价格竞争较小，假设压滤机配件毛利率稳定在43%-44%左右。
- 2) 费用率：考虑到公司下游客户稳定，所需销管、研发人员较少，假设费用率稳定在9.5%-10%左右。

配套装备：

收入假设：

考虑到配套装备仍处于增长初期且与压滤机设备存在捆绑搭售情况，假设远期配套设备销售额为压滤机整机销售额的65%左右。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到配套装备技术壁垒较低，格局分散，假设毛利率稳定在19%-20%之间。

2) 费用率：考虑到配套装备通过压滤机搭售，所需销管、研发人员较少，假设费用率稳定在9.5%-10%左右。

表2：公司整体业绩预测

景津装备	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	56.8	62.5	61.3	59.8	62.8	66.2	69.5	72.3
归母净利润(亿)	8.1	10.1	8.6	7.0	7.8	8.4	8.9	9.3
归母净利润增速(%)	19.6	25.2	-14.9	-17.9	10.0	8.1	6.3	4.4
经营性净利润(亿)	8.1	9.6	7.7	6.6	7.1	7.7	8.3	8.7
经营性净利润增速(%)	25.1	19.2	-19.5	-15.0	8.6	8.4	7.7	4.3
经营性归母净利润(亿)	8.1	9.6	7.7	6.6	7.1	7.7	8.3	8.7
经营性归母净利润增速(%)	25.1	19.2	-19.5	-15.0	8.6	8.4	7.7	4.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

压滤机整机	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	47.7	49.0	43.7	39.2	39.3	39.9	40.7	41.4
收入增速(%)	22.3	2.8	-10.9	-10.2	0.3	1.5	1.9	1.7
经营性净利润(亿)	6.2	6.4	4.7	3.2	3.3	3.5	3.8	3.9
经营性净利率(%)	13.0	13.0	10.8	8.1	8.5	8.9	9.3	9.4
经营性净利润增速(%)	26.1	2.4	-26.1	-32.6	5.2	6.6	6.9	2.3
压滤机配件	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	9.1	9.3	9.6	10.5	11.4	12.3	13.3	14.0
收入增速(%)	21.5	1.4	3.2	9.5	8.9	8.0	7.5	6.0
经营性净利润(亿)	1.9	2.7	2.5	2.7	2.9	3.1	3.4	3.6
经营性净利率(%)	20.4	28.8	25.9	25.5	25.4	25.4	25.4	25.3
经营性净利润增速(%)	21.9	43.0	-7.2	7.8	8.7	8.0	7.5	5.5
配套装备	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	4.2	8.1	10.1	12.1	13.9	15.6	16.8
收入增速(%)	0.0	0.0	91.7	25.0	20.0	15.0	12.0	8.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.6	0.6	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3
经营性净利率(%)	0.0	14.1	7.0	7.3	7.5	7.6	7.5	7.5
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	-4.4	30.6	22.7	16.4	11.1	7.1

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)
压滤机整机	1.5%	中低	较好	强	8.8%	13.44	3.8
压滤机配件	4.0%	中低	较好	强	7.8%	15.78	3.5
配套装备	6.0%	中等	较好	强	8.8%	15.89	1.2
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
压滤机整机(亿)	15.7	36.9	52.6	4.2	—	—	56.8
压滤机配件(亿)	12.0	40.7	52.7	5.3	—	—	58.0
配套装备(亿)	0.6	13.9	14.5	3.0	—	—	17.5
公司整体测算(亿)	28.3	91.5	119.8	12.5	—	—	132.3

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
压滤机整机(亿)	32.4	18.2	50.6	4.2	—	—	54.8
压滤机配件(亿)	31.6	27.2	58.9	5.3	—	—	64.1
配套装备(亿)	6.8	8.2	15.0	3.0	—	—	18.0
公司整体测算(亿)	70.8	53.7	124.5	12.5	—	—	137.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

压滤机行业销售高频数据可获得性一般，行业下游景气度可参考各行业资本开支情况，公司信息数据披露详细度一般，公司信息更新及与市场交流频率一般，整体估值确定性一般。

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何有悖原意的引用、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。