

# 屏蔽泵高增带动盈利提升

## 大元泵业(603757)

### 事件概述

4月23日，公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告：

**2022年：**公司实现营业收入16.78亿元，同比+13.05%，实现归母净利润2.61亿元，同比+77.12%，扣非归母净利润2.54亿元，同比+89.04%。

**对应22Q4：**公司实现营业收入5.08亿元，同比+24.29%，实现归母净利润0.91亿元，同比+168.73%，扣非归母净利润为0.90亿元，同比+234.11%。

**23Q1：**公司实现营业收入3.62亿元，同比+40.08%，实现归母净利润0.6亿元，同比+127.42%，扣非归母净利润0.58亿元，同比+140.3%。

### 分析判断

#### ► 收入端：Q1屏蔽泵表现亮眼，液冷泵取得突破

公司22年营收稳步增长，分业务看：

**民用泵：**22年营收约6.5亿元，同比-7%，根据公司年报，主要由于行业景气度处于低位，公司不断加强客户服务，根据市场需求灵活调整销售政策，全年降幅较22H1的-22%明显收窄。

**家用屏蔽泵：**22年全系列主要泵类产品实现营收约6.7亿元，同比+32%，根据公司年报，主要由于公司加速推进产线升级及产能建设，加大新客户拓展力度，加快产品迭代，受益于外销的量价齐升。从重点产品及应用领域来看，各类型节能泵同比增长超150%；热泵配套领域产品实现销售收入超1亿元，取得突破性进展。

**工业泵：**22年营收约2.1亿元，统一口径下同比+31%，其中化工、空调制冷领域继续保持超30%的增长。增长主要受益于国产替代步伐加快，环保政策趋严及公司产品技术性能的整体提升。

**液冷泵：**22年营收约0.4亿元，同口径下同比增长超200%，22年公司已完成在储能及数据机房液冷领域的产品储备，已开始小批量接受客户订单。

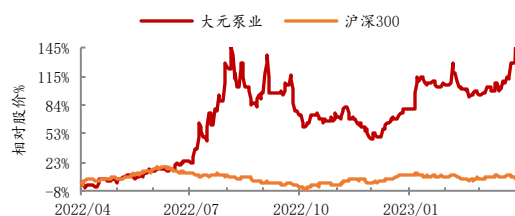
#### ► 业绩端：产品结构改善，盈利水平提升

**2022年：**公司整体毛利率为29.36%，同比+4.05pct，归母净利率为15.54%，同比+5.62pct。

**对应22Q4：**公司整体毛利率为32.88%，同比+9.51pct，归母

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	31.83
股票代码：	603757
52周最高价/最低价：	33.0/12.34
总市值(亿)	53.09
自由流通市值(亿)	52.69
自由流通股数(百万)	165.54



分析师：陈玉卢

邮箱：chenyl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522090001

联系电话：

研究助理：喇睿萌

邮箱：larm@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

净利率为 17.94%，同比+9.64pct。

**23Q1：**公司整体毛利率为 33.01%，同比+7.83pct，归母净利率为 16.65%，同比+6.4pct。分业务看：

民用泵中的井用潜水电泵、陆上泵、小型潜水电泵 22 年毛利率分别为 29.98%/21.18%/24.66%，分别同比 +1.71pct/+5.98pct/+1.76pct；

化工屏蔽泵（工业泵）22 年毛利率为 34.41%，同比 +3.06pct；

空调制冷屏蔽泵（工业泵）22 年毛利率为 32.34%，同比持平；

热水循环屏蔽泵（含家用屏蔽泵）22 年毛利率为 32.27%，同比+5.49pct；

配件 22 年毛利率为 47.68%，同比+5.24pct。

我们认为公司 22 年盈利水平提升主要受益于：1) 高毛利产品化工屏蔽泵、空调制冷屏蔽泵及热水循环屏蔽泵收入占比同比提升 1.19pct/0.81pct/6.99pct，公司产品结构得到改善。2) 22 年前三季度原材料价格有所下降，增厚公司利润空间。3) 根据国家统计局数据，22 年人民币兑美元平均汇率同比贬值 4.1%，我们预计汇率贬值提升了公司外销利润。

23Q1 公司收入、业绩保持高增，我们认为主因，1) 疫情负面因素缓解，内销需求有所改善，外销需求保持强劲，热泵等外销需求持续强劲，带动高盈利的家用屏蔽泵等产品占比持续提升；2) 下游需求从政府主导逐步过渡到政府+市场自发性需求共同推动，市场发展的持续性提高。

## 投资建议

公司为拥有数十年品牌历史的全球知名品牌民用水泵提供商，同时也是国内屏蔽泵行业的高新技术企业及领军企业。从公司各项业务来看，民用泵与工业屏蔽泵领域存在较大国产替代空间，替代趋势日趋明显；家用屏蔽泵领域，全球热泵市场快速发展，有望带动公司相关高价值量节能型产品收入提升；液冷泵领域，下游新能源汽车、储能、数据机房等领域的快速发展引发解决温控问题的需求，液冷技术逐渐成为解决各场景温控问题的主流技术之一，公司有望在行业快速发展阶段进一步获得相应的市场份额。同时，高毛利产品收入占比的提升将持续改善公司盈利水平。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 21/25/29 亿元，同比分别 +23%/+21%/+18%。预计 23-25 年归母净利润分别为 3.2/4.1/5.1 亿元，同比分别+23%/+27%/+25%，相应 EPS 分别为 1.92/2.43/3.04 元，以 23 年 4 月 21 日收盘价 31.83 元计算，对应 PE 分别为 17/13/10 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 21 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧、原材料价格波动、订单获取不及预期、产品出口目的地国政治及政策风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,484	1,678	2,064	2,486	2,936
YoY (%)	5.0%	13.0%	23.0%	20.5%	18.1%
归母净利润(百万元)	147	261	320	406	508
YoY (%)	-31.0%	77.1%	22.7%	26.9%	25.1%
毛利率 (%)	25.3%	29.4%	31.1%	31.6%	32.3%
每股收益 (元)	0.89	1.57	1.92	2.43	3.04
ROE	11.6%	16.9%	17.2%	17.9%	18.3%
市盈率	35.76	20.27	16.60	13.08	10.46

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 事件概述.....	5
2. 分析判断.....	5
3. 投资建议.....	6
4. 风险提示.....	6

## 图表目录

图 1 可比公司估值.....	6
-----------------	---

## 1. 事件概述

4月23日，公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告：

**2022年：**公司实现营业收入16.78亿元，同比+13.05%，实现归母净利润2.61亿元，同比+77.12%，扣非归母净利润2.54亿元，同比+89.04%。

**对应22Q4：**公司实现营业收入5.08亿元，同比+24.29%，实现归母净利润0.91亿元，同比+168.73%，扣非归母净利润为0.90亿元，同比+234.11%。

**23Q1：**公司实现营业收入3.62亿元，同比+40.08%，实现归母净利润0.6亿元，同比+127.42%，扣非归母净利润0.58亿元，同比+140.3%。

## 2. 分析判断

► **收入端：Q1屏蔽泵表现亮眼，液冷泵取得突破**

公司22年营收稳步增长，分业务看：

**民用泵：**22年营收约6.5亿元，同比-7%，主要由于行业景气度处于低位，公司不断加强客户服务，根据市场需求灵活调整销售政策，全年降幅较22H1的-22%明显收窄。

**家用屏蔽泵：**22年营收约6.7亿元，同比+32%，主要由于公司加速推进产线升级及产能建设，加大新客户拓展力度，加快产品迭代，受益于外销的量价齐升。从重点产品及应用领域来看，各类型节能泵同比增长超150%；热泵配套领域产品实现销售收入超1亿元，取得突破性进展。

**工业泵：**22年营收约2.1亿元，统一口径下同比+31%，其中化工、空调制冷领域继续保持超30%的增长。增长主要受益于国产替代步伐加快，环保政策趋严及公司产品技术性能的整体提升。

**液冷泵：**22年营收约0.4亿元，同口径下同比增长超200%，22年公司已完成在储能及数据机房液冷领域的产品储备，已开始小批量接受客户订单。

► **业绩端：产品结构改善，盈利水平提升明显**

**2022年：**公司整体毛利率为29.36%，同比+4.05pct，归母净利率为15.54%，同比+5.62pct。

**对应22Q4：**公司整体毛利率为32.88%，同比+9.51pct，归母净利率为17.94%，同比+9.64pct。

**23Q1：**公司整体毛利率为33.01%，同比+7.83pct，归母净利率为16.65%，同比+6.4pct。分业务看：

民用泵中的井用潜水电泵、陆上泵、小型潜水电泵22年毛利率分别为29.98%/21.18%/24.66%，分别同比+1.71pct/+5.98pct/+1.76pct；

化工屏蔽泵（工业泵）22年毛利率为34.41%，同比+3.06pct；

空调制冷屏蔽泵（工业泵）22年毛利率为32.34%，同比持平；

热水循环屏蔽泵（含家用屏蔽泵）22年毛利率为32.27%，同比+5.49pct；

配件22年毛利率为47.68%，同比+5.24pct。

我们认为公司22年盈利水平提升主要受益于：1）高毛利产品化工屏蔽泵、空调制冷屏蔽泵及热水循环屏蔽泵收入占比同比提升1.19pct/0.81pct/6.99pct，公司产

品结构得到改善。2) 22 年前三季度原材料价格有所下降，增厚公司利润空间。3) 根据国家统计局数据，22 年人民币兑美元平均汇率同比贬值 4.1%，我们预计汇率贬值提升了公司外销利润。

23Q1 公司收入、业绩保持高增，我们认为主因 1) 疫情负面因素缓解，内销需求有所改善，外销需求保持强劲，热泵等外销需求持续强劲，带动高盈利的家用屏蔽泵等产品占比持续提升；2) 下游需求从政府主导逐步过渡到政府+市场自发性需求共同推动，市场发展的持续性提高。

### 3. 投资建议

公司为拥有数十年品牌历史的全球知名品牌民用水泵提供商，同时也是国内屏蔽泵行业的高新技术企业及领军企业。民用水泵与工业屏蔽泵领域存在较大国产替代空间，替代趋势日趋明显；家用屏蔽泵领域，全球热泵市场快速发展，有望带动公司相关高价值量节能型产品收入提升；液冷泵领域，下游新能源汽车、储能、数据机房等领域的快速发展引发解决温控问题的需求，液冷技术逐渐成为解决各场景温控问题的主流技术之一，公司有望在行业快速发展阶段进一步获得相应的市场份额。同时，高毛利产品收入占比的提升将持续改善公司盈利水平。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 21/25/29 亿元，同比分别+23%/+21%/+18%。预计 23-25 年归母净利润分别为 3.2/4.1/5.1 亿元，同比分别+23%/+27%/+25%，相应 EPS 分别为 1.92/2.43/3.04 元，以 23 年 4 月 21 日收盘价 31.83 元计算，对应 PE 分别为 17/13/10 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 21 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1 可比公司估值

股票代码	公司	股价 (元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600619.SH	海立股份	6.51	0.24	0.28		27.13	23.51	
002011.SZ	盾安环境	13.84	0.69	0.84	1.04	20.10	16.48	13.37
603366.SH	日出东方	5.36	0.34	0.42		15.69	12.87	
	平均值					20.97	17.62	13.37
603757.SH	大元泵业	31.83	1.92	2.43	3.04	16.60	13.08	10.46

资料来源：公司公告、Wind、华西证券预测，数据截止 2023 年 4 月 24 日

### 4. 风险提示

- 1、行业竞争加剧
- 2、原材料价格波动
- 3、订单获取不及预期
- 4、产品出口目的地国政治及政策风险
- 5、行业空间测算偏差
- 6、第三方数据失真风险

- 7、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险
- 8、客户认证不通过
- 9、汇率波动等

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,678	2,064	2,486	2,936	净利润	261	320	406	508
YoY (%)	13.0%	23.0%	20.5%	18.1%	折旧和摊销	45	45	49	52
营业成本	1,185	1,422	1,700	1,988	营运资金变动	-31	-61	-33	-106
营业税金及附加	9	10	12	14	经营活动现金流	270	327	445	470
销售费用	72	89	107	123	资本开支	-231	-147	-158	-182
管理费用	79	99	118	138	投资	51	55	55	53
财务费用	-26	9	7	4	投资活动现金流	-181	-88	-98	-117
研发费用	63	80	97	112	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-2	-1	-1	-2	债务募资	450	0	0	0
投资收益	1	4	5	12	筹资活动现金流	373	-19	-19	-19
营业利润	294	362	456	572	现金净流量	474	220	328	334
营业外收支	-1	-1	0	-1					
利润总额	293	361	456	572	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	32	41	50	64	<b>成长能力</b>				
净利润	261	320	406	508	营业收入增长率	13.0%	23.0%	20.5%	18.1%
归属于母公司净利润	261	320	406	508	净利润增长率	77.1%	22.7%	26.9%	25.1%
YoY (%)	77.1%	22.7%	26.9%	25.1%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.57	1.92	2.43	3.04	毛利率	29.4%	31.1%	31.6%	32.3%
					净利率	15.5%	15.5%	16.3%	17.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	10.8%	11.4%	12.2%	13.0%
货币资金	965	1,184	1,513	1,847	净资产收益率 ROE	16.9%	17.2%	17.9%	18.3%
预付款项	18	21	26	32	<b>偿债能力</b>				
存货	324	386	471	531	流动比率	3.70	3.65	3.64	3.89
其他流动资产	386	409	404	454	速动比率	<b>2.91</b>	<b>2.87</b>	<b>2.85</b>	<b>3.08</b>
流动资产合计	1,693	2,000	2,413	2,863	现金比率	2.11	2.16	2.28	2.51
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	36.0%	34.0%	32.1%	29.2%
固定资产	319	327	324	319	<b>经营效率</b>				
无形资产	176	204	231	263	总资产周转率	0.83	0.79	0.81	0.81
非流动资产合计	715	817	926	1,057	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	2,408	2,818	3,339	3,920	每股收益	1.57	1.92	2.43	3.04
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	9.24	11.16	13.59	16.64
应付账款及票据	291	325	402	437	每股经营现金流	1.62	1.96	2.67	2.82
其他流动负债	167	223	261	299	每股股利	0.70	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	458	548	663	736	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	20.27	16.60	13.08	10.46
其他长期负债	409	409	409	409	PB	2.09	2.85	2.34	1.91
非流动负债合计	409	409	409	409					
负债合计	867	957	1,072	1,145					
股本	167	167	167	167					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,541	1,861	2,267	2,775					
负债和股东权益合计	2,408	2,818	3,339	3,920					

资料来源：公司公告，华西证券研究所



### 分析师与研究助理简介

**陈玉卢：**家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

**喇睿萌：**家电行业研究助理，2023年3月加入华西证券，此前就职于中泰证券、东兴证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。