



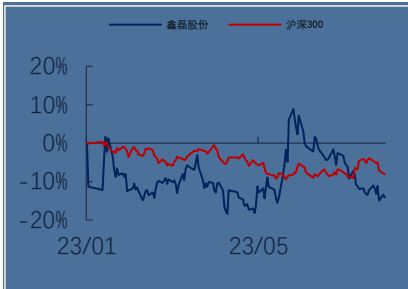
Research and
Development Center

空气动力领导者，高端国产替代助力腾飞

—鑫磊股份(301317)公司首次覆盖报告

2023年08月15日

罗岸阳 家电首席分析师
S1500520070002
13656717902
luoanyang@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
鑫磊股份 (301317.SZ)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	23.57
52 周内股价波动区间 (元)	29.88-22.40
最近一月涨跌幅 (%)	-12.67
总股本 (亿股)	1.57
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	37.05

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

空气动力领导者，高端国产替代助力腾飞

2023 年 08 月 15 日

报告内容摘要：

- ◆深耕空气动力行业，研发为本驱动成长。**鑫磊股份前身成立于 1996 年，自创立之初起深耕空压机行业，通过不断的创新研发、产能扩张，公司逐步完成螺杆式空压机、离心式鼓风机产品的推出和迭代，不断提升自身收入规模及行业内影响力。2022 年公司被评为国家第四批专精特新“小巨人”，2023 年初公司于深交所挂牌上市。公司主要产品包括螺杆式空压机、小型活塞式空压机、离心式鼓风机等三大系列 300 余种型号，广泛应用于机械制造、石化化工、矿山冶金、纺织服装、医疗、食品行业等领域以及家庭、商业场所等小流量空气动力需求领域。
 - ◆空压行业稳健增长，国产高端螺杆、离心机需求有望快速崛起。**分类型来看，国内普通活塞式、螺杆式空压机、罗茨鼓风机技术发展已基本达到国际同类水平，而高端节能型螺杆空压机、离心鼓风机（例如永磁螺杆、无油螺杆、磁悬浮离心等）技术工艺要求较高，目前国内生产企业较少。在节能减排政策支持以及下游对于设备能效、空气洁度要求的不断提高下，高端节能机型开始逐步替代低端产品，目前需求处于快速上升期。目前空压机行业发展具备两大趋势：1) 资源整合，头部企业市场集中度提升；2) 主机自主研发，进口替代空间大。
 - ◆高端技术优势筑造护城河，产能释放有望引领快速增长。**公司具备较强的研发设计和加工制造水平，设有省级企业技术中心，具备核心零部件自制能力，自制率达 85%，掌握磁悬浮 4 大核心技术，拥有高效率转子型线设计、同轴一体驱动、全封闭油冷永磁同步、三元流叶轮等核心技术，节能性能优异，多类产品超过国家标准 1 级能效。此外，公司具备较强的规模化生产、渠道、品牌优势，产品销往 100 多个国家和地区，与国内外知名品牌商、零售商建立长期稳定合作关系。
- 公司 IPO 募资投建：1) 新增年产 3 万台螺杆式空压机技改项目，2) 年产 80 万台小型空压机技改项目，3) 新增年产 2200 台离心式鼓风机项目，计划 24 年新产能落地。我们认为新增产能将为公司在主机进口替代和行业头份提升的大趋势下发展自主品牌及高净值产品出海、扩展业务总规模提供有力支撑。
- ◆发力热泵煤改电新领域，规模有望快速突破。**我国热泵市场规模持续提升，北方农村地区“煤改电”仍有较大推进空间。公司储备有普通空气能以及大型螺杆式、磁悬浮（水冷）热泵机组产品，积极切入“煤改电”招投标市场，逐步开拓行业影响力及下游客户，有望快速打开营收成长空间。此外，公司拟使用超募资金投建“年产 1000 台磁悬浮（水冷）热泵机组研发及产业化项目”，储备先进产能紧抓行业发展机遇。
 - ◆盈利预测与投资评级：**我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 11.28/15.28/19.31 亿元，同比+58.3%/+35.4%/+26.4%；23-25 年归母净利润分别为 1.51/2.11/2.81 亿元，同比+96.1%/+40.1%/+32.9%；23-25 年对应 PE 分别为 24.56/17.53/13.19 倍。PEG 小于同业平均，首次覆盖，给予“买入”评级。
 - ◆风险因素：**产能建设不及预期、产品创新迭代不及预期，市场推广不及预期，原材料价格波动，国际贸易环境及汇率波动等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	821	712	1,128	1,528	1,931
增长率 YoY %	12.2%	-13.2%	58.3%	35.4%	26.4%
归属母公司净利润 (百万元)	60	77	151	211	281
增长率 YoY%	-9.5%	27.4%	96.1%	40.1%	32.9%
毛利率%	21.2%	27.6%	29.3%	30.4%	31.4%
净资产收益率ROE%	18.4%	19.0%	12.5%	14.9%	16.5%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.49	0.96	1.34	1.79
市盈率 P/E(倍)	61.35	48.16	24.56	17.53	13.19
市净率 P/B(倍)	11.30	9.15	3.07	2.61	2.18

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 15 日收盘价

目录

一、深耕空气动力行业，研发为本驱动成长.....	7
二、技术领先产能亟待释放，拥抱节能减排与国产替代机遇.....	15
2.1 空压行业稳健增长，国产高端螺杆、离心机需求有望快速崛起.....	15
2.2 高端技术优势筑造护城河，产能释放有望引领快速增长.....	22
2.3 发力热泵煤改电新领域，规模有望快速突破.....	26
三、股权结构集中，管理效率持续提升.....	29
四、盈利预测、估值及投资评级.....	31
五、风险提示.....	33

表目录

表 1：公司螺杆式空压机产品.....	8
表 2：公司活塞式空压机产品.....	8
表 3：公司活塞式空压机产品.....	9
表 4：公司主营产品单台均价.....	12
表 5：公司各版块业务分销售模式营收占比（%）.....	13
表 6：不同类型空压机特点比较.....	16
表 7：空压机行业近年推出的相关政策梳理.....	17
表 8：常见类型鼓风机比较.....	18
表 9：公司在空压机行业主要竞争对手.....	20
表 10：公司与同行业空压机收入与毛利率对比.....	21
表 11：公司在鼓风机行业主要竞争对手.....	21
表 12：公司与同行业鼓风机收入与毛利率对比.....	22
表 13：1 级能效产品可显著节省用电量（以永磁变频机为例）.....	23
表 14：2022 年 H1 公司前五大客户销售情况.....	24
表 15：公司 21 年及 22H1 主营产品产能、产量、销量情况.....	25
表 16：公司 IPO 募投项目.....	25
表 17：供暖设备运行费用对比.....	28
表 18：公司高管及核心技术人员梳理.....	29
表 19：分板块营收及利润率预测.....	31
表 20：可比公司估值.....	31

图目录

图 1：鑫磊股份发展历程.....	7
图 2：空压机和鼓风机区别.....	9
图 3：公司螺杆式空压机结构图.....	10
图 4：公司小型活塞式空压机结构图.....	10
图 5：公司离心式鼓风机结构图.....	10
图 6：公司离心式鼓风机机头结构图.....	10
图 7：公司主营业务分板块收入及占比（亿元、%）.....	11
图 8：公司营收及同比增速（亿元，%）.....	11
图 9：公司归母净利润规模及同比增速（亿元，%）.....	11
图 10：公司扣非后归母净利润规模及同比增速（亿元，%）.....	12
图 11：公司毛利率及净利率（%）.....	12
图 12：公司各版块业务毛利率（%）.....	13
图 13：公司各销售模式下营收占比（%）.....	13
图 14：公司分内外销营收规模.....	14
图 15：2021 年公司外销分地区营收（亿元）.....	14
图 16：我国空压机行业发展阶段.....	15
图 17：2012-2020 我国空压机市场规模及增速（亿元、%）.....	16
图 18：高端节能型空压机（左）与普通空压机（右）使用成本对比.....	17
图 19：我国鼓风机产值及同比增速（%）.....	19
图 20：我国鼓风机分类型产量（万台）.....	19
图 21：我国鼓风机分类型产值（亿元）.....	19
图 22：公司核心优势.....	22
图 23：公司国内合作客户一览.....	24
图 24：公司主营产品产能利用率（%）.....	25

图 25: 公司主营产品产销率 (%)	25
图 26: 公司磁悬浮离心式热泵产品	26
图 27: 公司螺杆式热泵产品	26
图 28: 图 28: 我国北方地区清洁取暖面积及取暖率 (亿平方米, %)	27
图 29: 我国热泵市场规模及同比 (亿元、%)	27
图 30: 鑫磊热泵煤改电中标实例	27
图 31: 公司磁悬浮机组能效显著超过 GB 一级标准	28
图 32: 磁悬浮机组较普通螺杆机组更加节能	28
图 33: 公司股权结构图 (截至 23Q1)	29
图 34: 公司 2018-2022 年人均创收 (万元)	30
图 35: 公司 2018-2022 年人均创利 (万元)	30

投资聚焦：

空压行业稳健增长，国产高端螺杆、离心机需求有望快速崛起。高端节能型螺杆空压机、离心鼓风机（例如永磁螺杆、无油螺杆、磁悬浮离心等）技术工艺要求较高，目前国内生产企业较少。在节能减排政策支持，以及下游对于设备能效、空气洁度要求的不断提高下，高端节能机型开始逐步替代低端产品，目前需求处于快速上升期。目前我国空压机行业发展具备两大趋势：1) 资源整合，头部企业市场集中度提升；2) 主机自主研发，进口替代空间大。

公司深耕空气动力行业，高端技术优势筑造护城河。鑫磊股份前身成立于1996年，自创立之初起深耕空压机行业，2022年公司被评为国家第四批专精特新“小巨人”。公司具备较强的研发设计和加工制造水平，设有省级企业技术中心，具备核心零部件自制能力，自制率达85%，掌握磁悬浮4大核心技术，拥有高效率转子型线设计、同轴一体驱动、全封闭油冷永磁同步、三元流叶轮等核心技术，节能性能优异，多类产品超过国家标准1级能效，高端技术优势显著。此外，公司具备较强的规模化生产、渠道、品牌优势，产品销往100多个国家和地区，与国内外知名品牌商、零售商建立长期稳定合作关系。

产能释放有望引领快速增长。目前空压机及鼓风机行业高端市场份额大多仍由外资占据，公司虽为国内领先企业但市占率仍然较低，未来份额提升空间广阔。公司IPO募投资建：1) 新增年产3万台螺杆式空压机技改项目，2) 年产80万台小型空压机技改项目，3) 新增年产2200台离心式鼓风机项目，计划24年新产能落地。我们认为新增产能将为公司在主机进口替代和行业头部份额提升的大趋势下发展自主品牌及高净值产品出海、扩展业务总规模提供有力支撑。

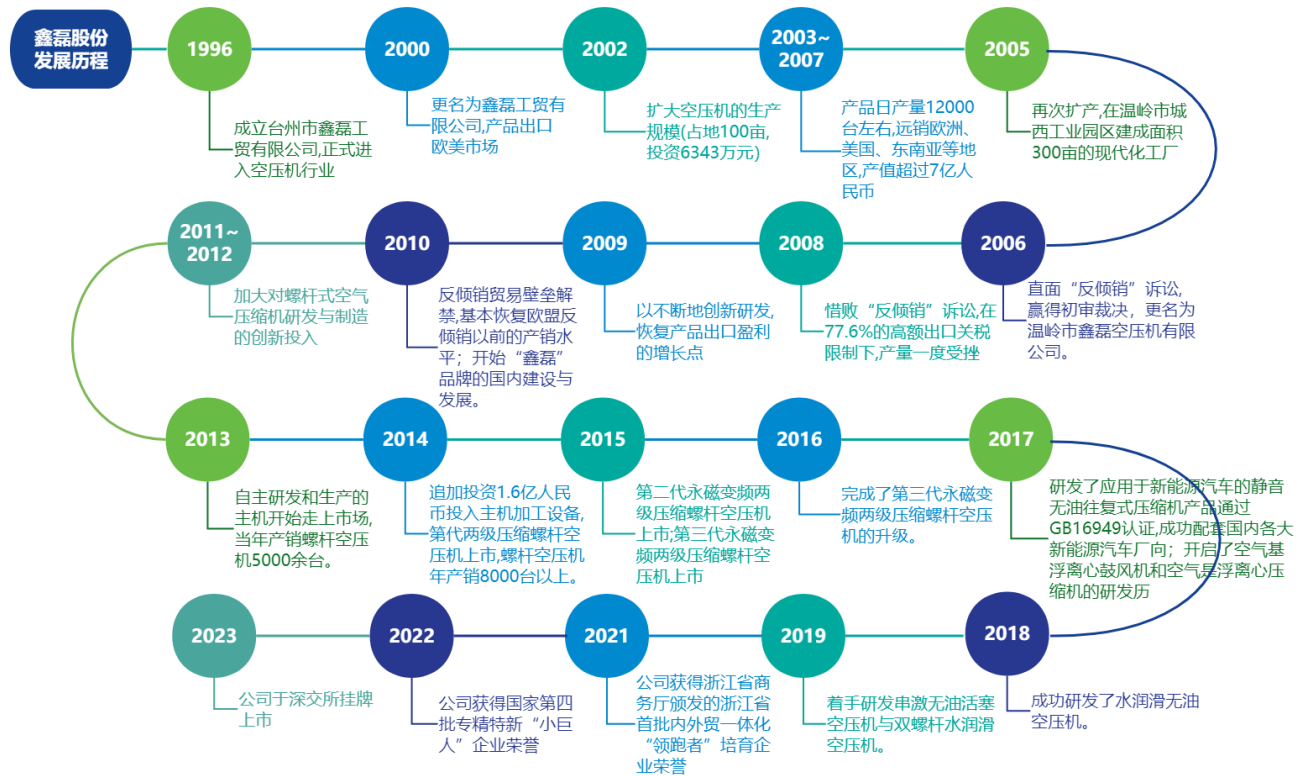
发力热泵煤改电新领域，规模有望快速突破。我国热泵市场规模持续提升，北方农村地区“煤改电”仍有较大推进空间。公司储备有普通空气能以及大型螺杆式、磁悬浮（水冷）热泵机组产品，积极切入“煤改电”招投标市场，逐步开拓行业影响力及下游客户，有望快速打开营收成长空间。此外，公司拟使用超募资金投建“年产1000台磁悬浮（水冷）热泵机组研发及产业化项目”，储备先进产能紧抓行业发展机遇。

综上，我们认为在空压机及鼓风机领域，公司具备技术工艺、节能参数、规模化生产、品牌及渠道影响力多重优势，同时公司将螺杆、磁悬浮离心等先进技术充分利用切入热泵中央空调等新领域，实现多元化发展打开营收成长空间。在节能减排与行业高端国产替代发展趋势下，公司目前已占据有利地位，有望乘发展东风快速成长壮大。

一、深耕空气动力行业，研发为本驱动成长

鑫磊股份前身鑫磊工贸有限公司最初成立于1996年，自创立之初起深耕空压机行业，此后通过不断的创新研发、产能扩张，公司逐步完成螺杆式空压机、离心式鼓风机产品的推出和迭代，不断提升自身收入规模及行业内影响力。2022年公司被评为国家第四批专精特新“小巨人”，2023年初公司于深交所挂牌上市。

图 1：鑫磊股份发展历程



资料来源：公司官网、招股书，信达证券研发中心

公司主要产品包括螺杆式空压机、小型活塞式空压机、离心式鼓风机等三大系列 300 余种型号，广泛应用于机械制造、石化化工、矿山冶金、纺织服装、医疗行业、食品行业、水泥行业、污水处理、电力行业、水产养殖、电镀行业等领域以及家庭、商业场所等小流量空气动力需求领域。

空气动力是工业领域中最广泛的动力源之一，具有安全、环保、调节性能好、输送方便、便于集中管理和应用、工作环境适应性好等优点。空气压缩机和离心式鼓风机是工业现代化、自动化的基础动力产品，均属于流体机械，其通过输入机械能（通常为电机机械能）提高气体压力并输出气体，主要用于提供空气动力或通风换气。

1) 螺杆式空压机

螺杆式空气压缩机主要为工业领域提供空气动力，根据是否变频、压缩级数等特点，公司螺杆式空压机产品主要分为永磁变频两级螺杆式空压机、永磁变频单级螺杆式空压机、工频螺杆式空压机三种类别，功率跨度较大，范围在 5.5-315Kw。

表 1：公司螺杆式空压机产品

产品类别	产品名称	产品图片	产品性能特点	产品用途
螺杆式空气压缩机	永磁变频两级螺杆式空压机		变频调速，一二级主机实现同步无级调速；一二级主机均采用同轴一体式设计，传动效率零损耗，主机寿命长；非对称转子型线，提升运行效率；一级之间采用油帘式喷油冷却设计，节能效果显著	功率范围： 5.5-315Kw 1) 用于 机械制造 行业中驱动各种风动机械、仪器仪表及自动化装配、喷漆喷砂等； 2) 用于 石化和化工 领域中油井压裂、合成聚合化工原料、远程输送煤气和天然气等； 3) 用于 矿山和冶金 ，钻凿设备驱动、高压爆破开采、输送助燃气体； 4) 用于 纺织 行业喷气编织； 5) 用于 医疗 行业中驱动口罩机的气动元件、熔喷布拉伸纤维； 6) 用于 食品 行业吹瓶吹塑，罐装二氧化碳。
	永磁变频单级螺杆式空压机		采用高效永磁电机、同轴一体设计、变频调速、非对称转子型线，具有高效率、高可靠性、低噪音、易于维护等特点	
	工频螺杆式空压机		主机与电机采用直联，传动比达到100%；电机无轴承、油封，消除电机轴承故障点，减少保养和维护，节约成本；结构简单、体积小、重量轻	

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

2) 小型活塞式空气压缩机

公司生产的小型活塞式空气压缩机产品主要与气动工具连接，功率在 0.55-11Kw 之间，为家庭及商业场所提供小流量的空气动力，主要分为皮带式和直联式两种类别：

表 2：公司活塞式空压机产品

产品类别	产品名称	产品图片	产品性能特点	产品用途
活塞式空气压缩机	皮带式小型活塞式空压机		采用分体式结构设计，电机通过皮带动主机轮旋转；产品具有性能稳定内在质量可靠、外形美观，操作简单风力强劲等特点	功率范围： 0.55-11KW 与气钉枪、充气枪、气动扳手、棘轮扳手、黄油枪、喷枪砂轮机 etc 家用气动工具相连接，为住宅、公共建筑和汽车维修养护店等 家庭及商业场所提供小流量的空气动力。
	直联式小型活塞式空压机		采用一体式结构设计、部分可实现无油处理，具有体积小、转速高、重量轻，携带方便，使用简单等特点	
		 (新能源客车专用)	低噪、低能耗、被压缩气体不含油，无污染；取消注油器、油分离器，降低系统阻力，有利于提高产气量，降低成本及检修工作量	功率范围： 1.5-4KW ； 主要用于 新能源客车 等领域，如车辆制动、车门启动等汽车刹车系统、动车组中气动门等。

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

3) 离心式鼓风机

公司生产的离心式鼓风机主要为工业领域提供气力输送或通风换气，目前主要应用于水泥行业、污水处理行业、医疗行业、电力行业、水产养殖等各个领域，公司生产的离心式鼓风机主要分为：空气悬浮离心式鼓风机、磁悬浮离心式鼓风机、永磁变频离心式鼓风机（陶瓷滚珠轴承）三种类别，功率在 4-300Kw 之间。

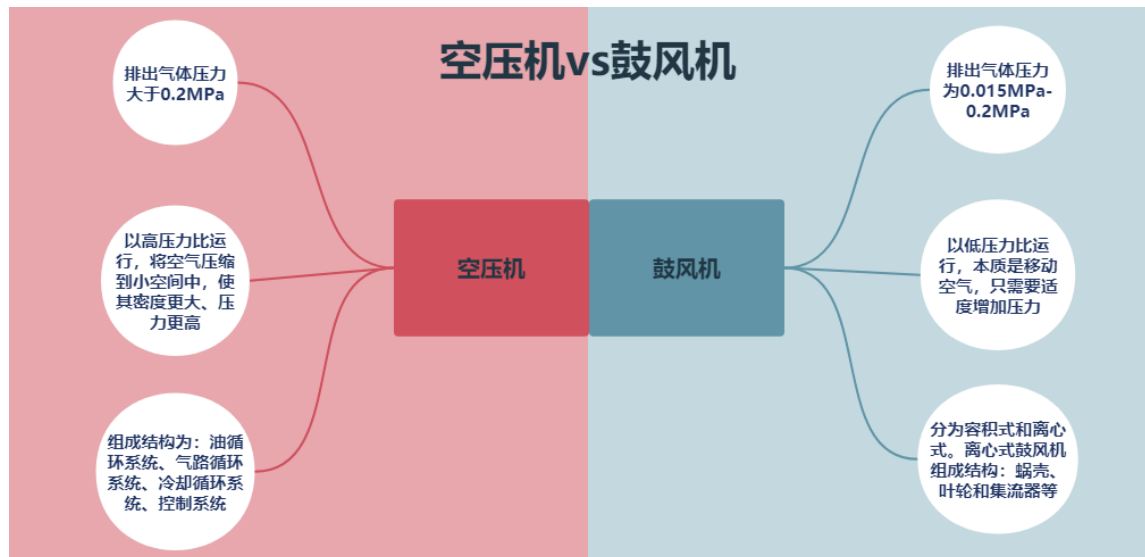
表 3：公司活塞式空压机产品

产品类别	产品名称	产品图片	产品性能特点	产品用途
离心式鼓风机	空气悬浮离心式鼓风机		采用动压空气悬浮轴承/磁悬浮轴承、三元流叶轮及高速永磁同步电机技术，省却了传统鼓风机所必须的复杂的增速齿轮箱、联轴器及润滑油循环系统； 运行时转子完全悬浮，无机械摩擦，无传动损失 ，机器运行平稳，噪音可低于 80dB,与传统罗茨鼓风机相比，可以节约电能30%;免维护，可多次频繁启动，使用寿命长	功率范围： 7.5-300KW 1) 用于 水泥行业 粉体输送; 2) 用于 污水处理行业 污水池曝气; 3) 用于 生物制药行业 为生物发酵提供氧气; 4) 用于 电力行业 脱硫脱硝。
	磁悬浮离心式鼓风机			
	永磁变频离心式鼓风机（陶瓷滚珠轴承）		采用超精密陶瓷球滚动轴承、三元流叶轮及高速永磁同步电机技术，省却传统鼓风机所必须的复杂的增速齿轮箱及润滑油系统，压缩系统 100%无油。可适应正压、负压领域，可适应频繁起停，机械摩擦小，噪音低、振动小，使用寿命长，比传统鼓风机节能 30%以上	功率范围： 4-45KW ; 主要应用于水产养殖、缝纫、电镀、生物制药、电子晶板、工业除尘、物料输送、干燥除湿等领域。

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

同样都是输出空气，空压机和鼓风机存在什么区别？

从运行模式和输出效果上，空压机以高压比（压力比=出口压力/入口压力）运行，原理是将空气压缩使其密度更大压力更高，达到排出气体压力大于 0.2MPa 的效果；而鼓风机以低压力比运行，只需要适度增加压力，排出气体压力在 0.015MPa-0.2MPa。根据机器特性的不同，空压机和鼓风机被应用于不同的使用场景。

图 2：空压机和鼓风机区别


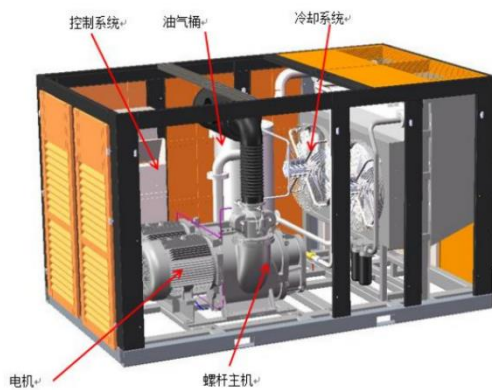
资料来源：英格索兰公众号，信达证券研发中心

根据公司招股书，判断空气压缩机和离心鼓风机性能的关键技术指标是排气压力、容积流量、比功率、噪声和振动：

1. **排气压力**：指最终排出空气压缩机和离心鼓风机的气体压力，是综合衡量螺杆机和离心式鼓风机生产企业技术水平的重要指标之一。
2. **容积流量或排气量**：指在所要求的排气压力下，空气压缩机和离心鼓风机单位时间排出的气体容积折算到进口状态的容积值，会随温度、压力、冷却条件等因素而改变。
3. **机组比功率**：评价压缩机能耗的重要指标，指规定工况下，空气压缩机机组功率与机组容积流量的比值，通常用 KW/（立方米/min）表示。在相同的排气压力下，比功率越小，能耗越少，产品的节能效果越好。能源消耗通常占压缩机生命周期成本的 80% 以上，节能产品可以显著降低压缩机用户的应用成本。
4. **噪声和振动**：是评价空气压缩机的综合性外在指标。较高的噪声除了会对环境造成噪声污染外，还集中暴露了空气压缩机的设计和制造方面的不足。

相对于活塞式空压机，螺杆机运行成本较低，从机器整个生命周期看，投资回报率较高、节能效果明显，尤其在“低碳环保”节能趋势下，空压机将由低附加值向高附加值转变，螺杆式空压机将迎来更大的发展契机，在一定范围内替代大型活塞式空压机。

图 3：公司螺杆式空压机结构图



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 4：公司小型活塞式空压机结构图



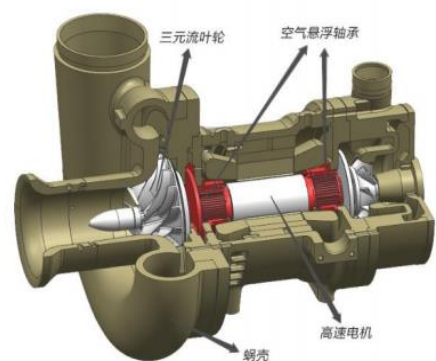
资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 5：公司离心式鼓风机结构图



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 6：公司离心式鼓风机机头结构图



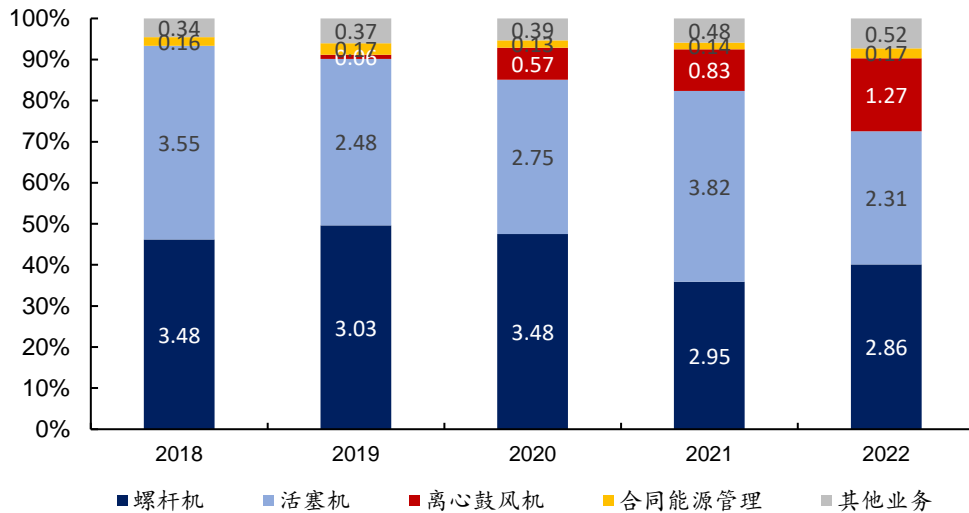
资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

公司于创立初期自主研发了小型活塞式空压机，是国内早期进行小型活塞式空压机研发和
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

制造的公司之一；此后，公司在空气动力领域横向扩展业务范围，成功研发出螺杆式空气压缩机、空气悬浮离心式鼓风机、磁悬浮离心式鼓风机，通过创新不断丰富产品类别，优化产品结构，成为行业内产品种类齐全、具有较强竞争优势的企业。

参考过去几年公司主营业务收入构成，螺杆式空压机和活塞机在整体营收中占比较大，一度超过 90%，但随着离心式鼓风机业务规模快速扩张，前两者占比有所缩窄。2022 年公司螺杆机、活塞机、离心式鼓风机收入占比分别为 40%、32%、18%，此外合同能源管理、其他业务占比分别为 2.4%、7.3%。

图 7：公司主营业务分板块收入及占比（亿元、%）

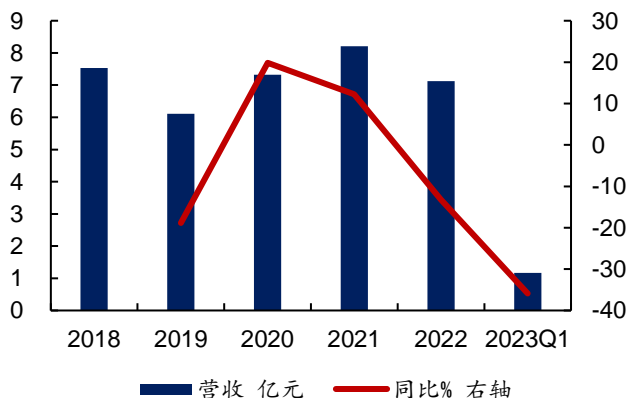


资料来源：Wind，信达证券研发中心

从整体财务数据来看，2020-2022 年公司分别实现营收 7.32、8.21、7.12 亿元，同比 +19.83%、+12.21%、-13.23%；分别实现归母净利润 0.67、0.60、0.77 亿元，同比+24.04%、-9.5%、+27.38%；分别实现扣非后归母净利润 0.64、0.55、0.75 亿元，同比+105.95%、-12.10%、+35.45%。

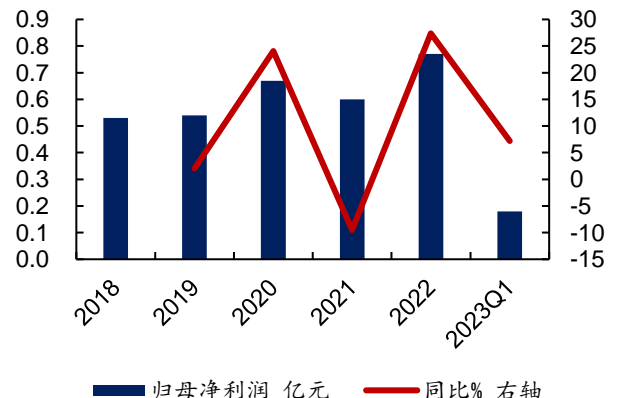
从 2018-2022 年利润率水平来看，整体上公司盈利能力稳步提升。2022 年毛利率、净利率分别为 27.62%、10.80%，除了出口汇率、原材料价格下降等客观因素增厚毛利率之外，公司自身产品结构的不断升级以及业务结构的优化才是支撑盈利能力持续提升的主动力量。

图 8：公司营收及同比增速（亿元，%）

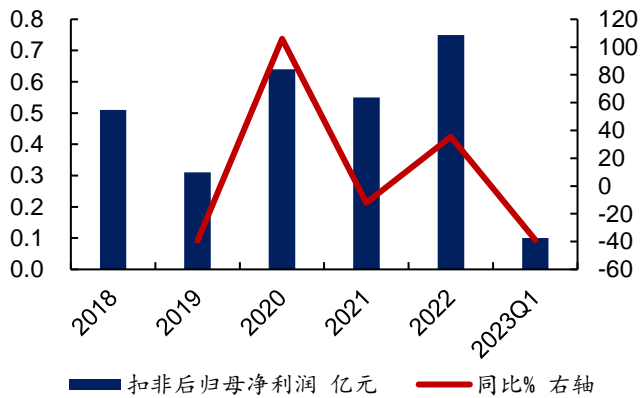


资料来源：Wind，信达证券研发中心

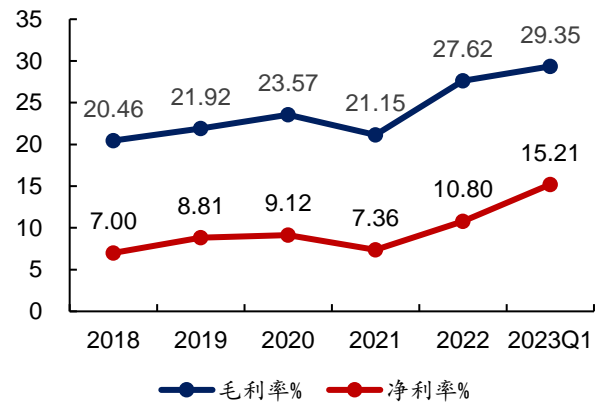
图 9：公司归母净利润规模及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：公司扣非后归母净利润规模及同比增速（亿元，%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：公司毛利率及净利率（%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

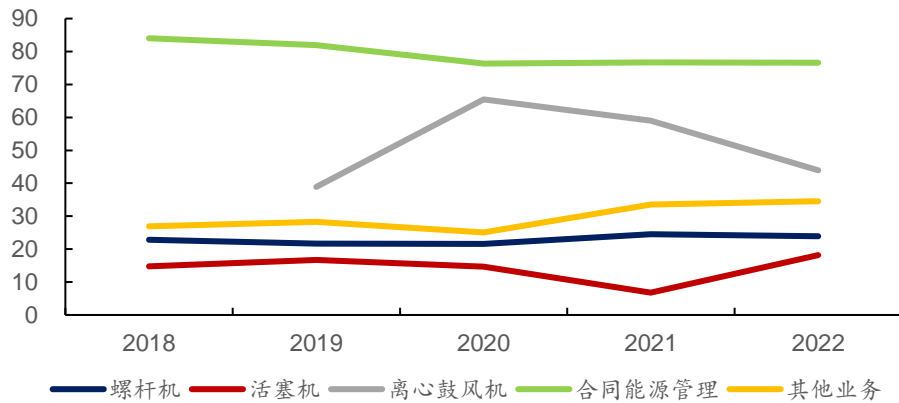
产品价格方面，以 2022 年数据为参考，螺杆式空压机单台均价约 1 万元左右，活塞式空压机均价在 500 元以上，而离心式鼓风机均价在 3 万元左右。从价格变动趋势上来看，螺杆式空压机、活塞式空压机近几年均价稳步上升，而离心式鼓风机的价格波动较大，我们认为主要与公司产品结构（即所生产销售产品功率大小）有直接关联。

表 4：公司主营产品单台均价

	2019	2020	2021	2022H1	2022
螺杆式空压机 (万元/台)	0.98	0.85	0.97	1.07	1.08
活塞式空压机 (元/台)	498.85	479.07	488.02	546.29	562.18
离心式鼓风机 (万元/台)	14.86	14.55	4.16	2.82	3.29

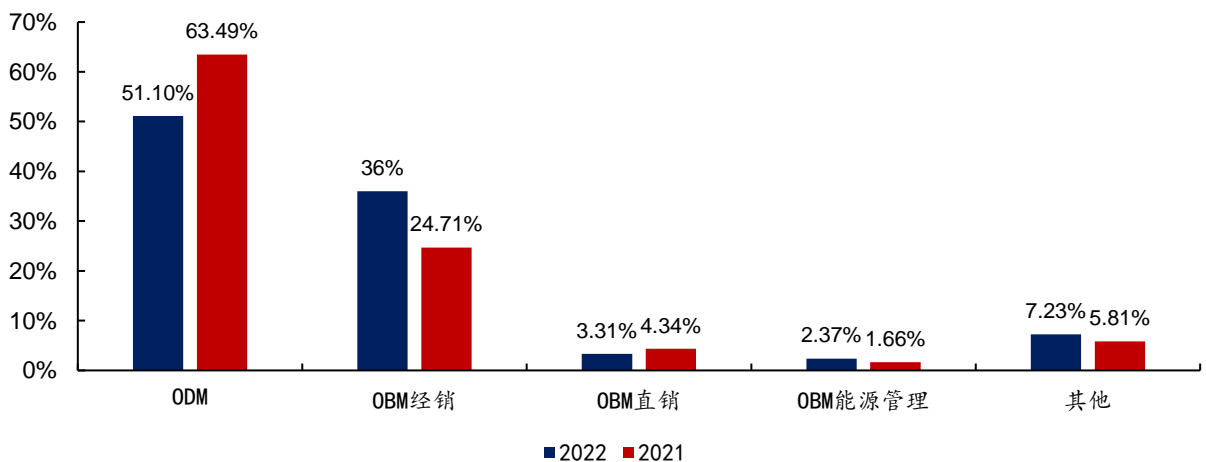
资料来源：公司招股书、年报，Wind，信达证券研发中心

离心鼓风机毛利率显著高于螺杆及活塞空压机。从各版块业务毛利率来看，主营业务中，螺杆机、活塞机、离心鼓风机毛利率分别在 24%、18%、44%左右，其中螺杆机毛利率历年相对稳健，活塞机毛利率 2022 年显著回升，离心鼓风机毛利率有所回落，主要由于公司的定价策略变动，以及毛利率略低的 OBM 经销及 ODM 销售收入占比提升。非主营业务中，合同能源管理毛利率可达 75%以上，其他业务毛利率在 35%左右。

图 12: 公司各版块业务毛利率 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

若以销售模式分, 公司销售主要分为 ODM、OBM 两种, 其中 ODM 占五成以上。2019-2022 年, 公司 ODM 销售模式下主营业务收入占比分别为 63.14%、63.61%、67.40%和 51.10%, OBM 销售模式下主营业务收入占比分别为 36.86%、36.39%、32.60%和 41.68%。

图 13: 公司各销售模式下营收占比 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

细分各项业务的销售模式, 我们可以看到活塞机几乎都以 ODM 的模式销售, 螺杆机六成左右是 OBM, 而离心鼓风机 OBM 比例则高达八至九成。

表 5: 公司各版块业务分销售模式营收占比 (%)

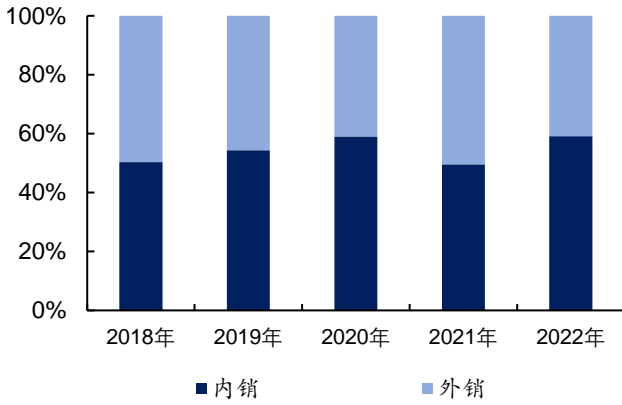
销售模式占比		2019	2020	2021	2022H1
螺杆机	OBM	60.10%	55.51%	52.64%	60.10%
	ODM	39.90%	44.49%	47.36%	39.90%
活塞机	OBM	1.61%	1.71%	1.27%	1.61%
	ODM	98.39%	98.29%	98.73%	98.39%
离心鼓风机	OBM	84.49%	82.32%	92.43%	84.49%
	ODM	15.51%	17.68%	7.57%	15.51%

资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

分内外销来看，公司 22 年外销营收占比约占四成左右。外销出口地区主要集中在欧洲国家，以德国、意大利等较为显著。

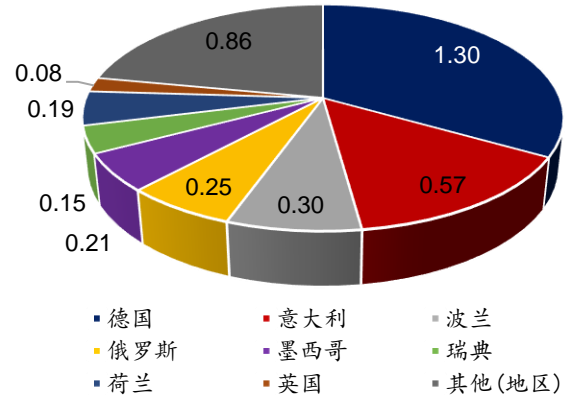
公司内销收入主要为螺杆机、离心鼓风机产品的销售，外销收入主要为活塞机产品，同时有部分螺杆机产品，外销收入主要以 ODM 模式为主。

图 14：公司分内外销营收规模



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 15：2021 年公司外销分地区营收（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、技术领先产能亟待释放，拥抱节能减排与国产替代机遇

2.1 空压行业稳健增长，国产高端螺杆、离心机需求有望快速崛起

1) 空压机行业：

我国空压机市场已进入稳步增长阶段。我国空压机行业发展历程大概可分为三个阶段：

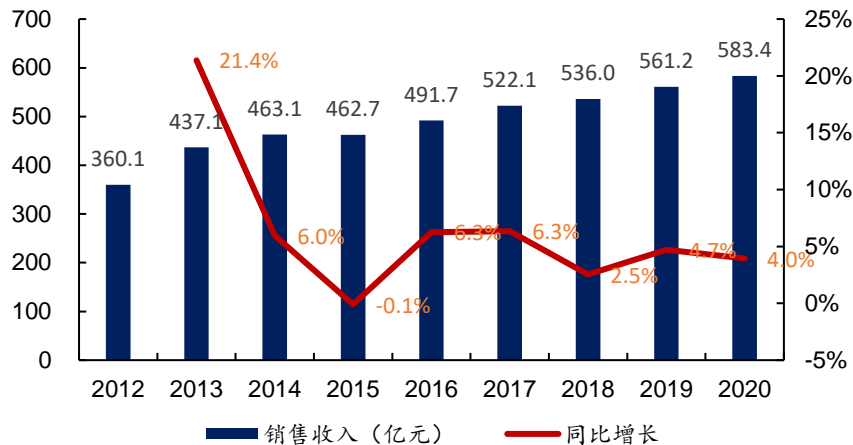
- 1) 1999 年以前，活塞式压缩机时代。当时下游对螺杆机认识不足，且国内企业不具备螺杆机生产能力，外资企业占据螺杆式空压机垄断地位。
- 2) 2000-2010 年，常规螺杆式压缩机时代。下游对螺杆式空压机需求猛增，行业内参与者迅速增加，相关企业快速发展。
- 3) 2011 年至今，高端螺杆式空压机时代。下游市场增长相对放缓，行业内竞争加剧，优质企业优势凸显，永磁变频螺杆式空压机、两级压缩螺杆式空压机、无油螺杆式空压机等高端机型在市场竞争中脱颖而出。

图 16：我国空压机行业发展阶段



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

空压机市场整体需求稳健。空压机能够根据使用需求提供压缩空气，是工业自动化控制的主要动力来源之一。在人口红利减弱，产业升级和效率提升的背景下，工业自动化产业趋势长期向好，带动空压机行业需求增长。根据压缩机网数据，2020 年我国空压机市场规模为 583.4 亿，14-20 年每年增长约在 5%左右，下游整体需求稳步增长。

图 17：2012-2020 我国空压机市场规模及增速（亿元、%）


资料来源：压缩机网，公司招股书，信达证券研发中心

高端螺杆式销量快速上升，磁悬浮空压机发展前景广阔。随着下游行业用气品质和能效要求提升，低能耗、无油化的空压产品需求快速提升，例如永磁变频螺杆式空压机、两级压缩螺杆式空压机、无油螺杆式空压机、磁悬浮离心式空压机等，我们认为其行业规模增速将远大于传统空压机。根据压缩机网统计数据，2018 年我国永磁变频螺杆空压机销售量接近 16 万台，增长近 60%；两级压缩螺杆空压机销售量为 2 万台，增长幅度近 100%。磁悬浮离心式空气压缩机具备无油、低能耗、无性能衰减、运行噪声低等优势，下游领域广阔，可应用于食品、发酵、制药、纺织和生物工程等对用气品质高的行业。

表 6：不同类型空压机特点比较

产品名称	区别	对比
永磁螺杆空压机	是否采用永磁同步电机	永磁同步电机的转子上安装有永磁体磁极，不需外界能量即可维持其磁场，一般配备变频器改变电机工作的电源频率，而普通电机需通电后产生磁场。因此，永磁同步电机比普通电机省电。
普通螺杆空压机		永磁变频螺杆空压机将永磁电机与变频系统相结合，使两项技术的节能效果得以更为有效地发挥出来，在国家大力倡导节能减排、降低污染的背景下，未来市场空间广阔。
一级压缩螺杆空压机	按照气体压缩的次数分类	二级压缩螺杆空压机的主机部件中配有二级主机，优势在于：1) 分级压缩，减少无用功。使得二级压缩所需功率之和小于单级压缩所需功率；2) 冷却降温，降低功耗。设有雾状冷却剂，使空气在进入二级压缩阶段前温度降低，可大幅降低二级压缩过程中所消耗的功率；3) 降低转速，延长使用寿命。在对气流量的要求一定的情况下，二级压缩螺杆空压机可以选择较低的转速即可实现。
二级压缩螺杆空压机		
喷油螺杆空压机	按照气体在压缩过程中是否与油接触	无油螺杆空压机提供完全无油的压缩空气，制造精度高，制造成本高，排气压力小，运行成本低。喷油螺杆空压机凭借其制造成本优势，在我国空气压缩机市场处于主流地位；无油螺杆空压机运行成本低，压缩后的气体不含油、气体洁净度更高，主要用在医药、电子、食品等需要纯净无油压缩空气的领域。
无油螺杆空压机		

资料来源：东亚机械招股书，信达证券研发中心

随着国家经济发展转型及节能减排政策的大力推进，空气压缩机下游客户对于能效要求越来越高，节能要求带动高效空压机销售增长。例如医疗、食品等行业，为提升产品品质，正逐渐加大对洁净空气动力的投资；同时，我国半导体行业正在积极推进整体产业链的自主可控进程，有望大力带动上游无油螺杆机的市场需求。

2020 年 1 月，工信部制定了《2020 年工业节能监察重点工作计划》，要求对空压机重点用能产品设备使用企业实施专项监察，督促企业淘汰达不到强制性能效标准限定值的低效产品。不论是企业出于降低生产成本的利益诉求，还是政府要求节能的强制性规定，均催生出企业对高效空压机的需求。

表 7：空压机行业近年推出的相关产业政策梳理

发布时间	政策名称	发布部门/相关文件号	政策内容
2020年12月31日	《绿色技术推广目录(2020年)》	发改办环资(2020)990号	磁悬浮离心鼓风机具备无机械磨损,节能效果明显等优势,被列入高效节能装备
2019年10月30日	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	发改委令第29号	新能源汽车用空气压缩机属于鼓励类别,“一般用途固定往复活塞空气压缩机(驱动电动机功率560千瓦及以下、额定排气压力1.25兆帕及以下)制造项目”属于限制产能,“L-10/8、L-10/7型动力用往复式空气压缩机”属于限制类别
2019年5月6日	《工业节能诊断服务行动计划》	工信部节函(2019)101号	鼓励企业与节能技术装备提供商等对接,利用合同能源管理等方式实施节能技术改造,并跟项目实施情况、评价节能降耗效果
2019年2月14日	《绿色产业指导目录(2019版)》	发改环资(2019)293号	重点发展节能环保等绿色产业,节能型空气压缩机和节能型离心鼓风机被列入推荐产业目录
2018年10月24日	《国家工业节能技术装备推荐目录(2018)》	工信部公告2018年第55号	为加快推动高效节能技术装备的推广应用,引导绿色生产和绿色消费大力推广空压机节能技术、压缩空气系统节能优化关键技术,推荐符合标准的空压机节能生产企业和相关空压机产品
2018年9月30日	《国务院关于进一步压减工业产品生产许可证管理目录和简化审批程序的决定》	国务院国发[2018]33号	进一步压减工业产品生产许可证管理目录(以下简称目录),取消14类工业产品生产许可证管理,包括压缩机类产品:将4类工业产品生产许可证管理权限下放给省级人民政府质量技术监督部门(市场监督管理部门)
2018年2月28日	《2018年工业节能监察重点工作计划》	工信部节函[2018]73号	依据强制性节能标准,推动重点行业、重点区域能效水平提升,突出抓好重点用能企业、重点用能设备的节能监督等工作实施重大专项节能监察,依法督促企业停止生产达不到强制性能效标准限定值的低效产品,其中,明确空压机产品按照《容积式空气压缩机能效限定值及能效等级》(GB9153-2009)实施专项监察

资料来源:公司招股书,信达证券研发中心

国内空气压缩机产品,经过多年发展,技术水平已经达到或基本达到国际先进企业同类水准:国内活塞式空压机的技术发展水平已趋于成熟,活塞式空压机的设计制造水平已达到国际先进水平,国内活塞式空压机的技术发展主要着眼于对活塞机的设计和生产进行优化,降低生产成本和设备运行成本,提高设备运行的稳定性;

国内螺杆式空压机的技术已基本达到国际同类产品的水平,部分领先企业已攻克螺杆式空压机转子型线设计及加工、轴承设计、润滑技术和密封性能等技术难点,并逐步在高端领域与国际品牌竞争。

而高端节能型空压机由于产品生产工艺要求较高,目前行业内生产企业相对较少,与低端空压机相比,所体现的能耗优势和效率优势明显,部分企业的产品达到国家1级能效,开始逐步替代传统低端空压机产品,节能空气压缩机产品需求处于快速上升期。

图 18：高端节能型空压机（左）与普通空压机（右）使用成本对比


资料来源:公司官网,信达证券研发中心

未来，随着各种新型节能技术的不断涌现以及合同能源管理等节能服务的推广，节能型空气压缩机有望逐渐成为行业的主流发展趋势。因此我们判断，由于我国活塞式空压机行业生产制造水平已经较高，行业规模已然较大，行业总体规模或呈现持平或个位数缓慢增长趋势；而随着下游应用能效要求的不断提升和高端国产替代趋势的推进，我们判断螺杆式空压机，尤其是高端市场销量规模有望继续延续快速增长。

2) 鼓风机行业：

随着国内分布式能源、垃圾发电、污水处理、大气污染治理等领域的发展，鼓风机需求有望稳健增长。

在技术方面，国内鼓风机行业掌握了罗茨鼓风机、单级高速和多级离心鼓风机等传统机型的生产技术，其技术水平已基本达到国际同类产品的水平。对于高端机型如空气悬浮离心鼓风机、磁悬浮离心鼓风机，国内仅有少数企业具备自主研发和生产核心零部件的能力，技术水平基本达到国外企业同等水平。

在价格方面，近年来高端离心鼓风机的国产化发展速度不断加快，其生产成本将进一步降低，离心式鼓风机整机价格的下降将带动国产离心鼓风机普及率快速上升。随着国内“节能环保”政策的推进，高端离心式鼓风机将在更多领域替代传统的罗茨鼓风机。

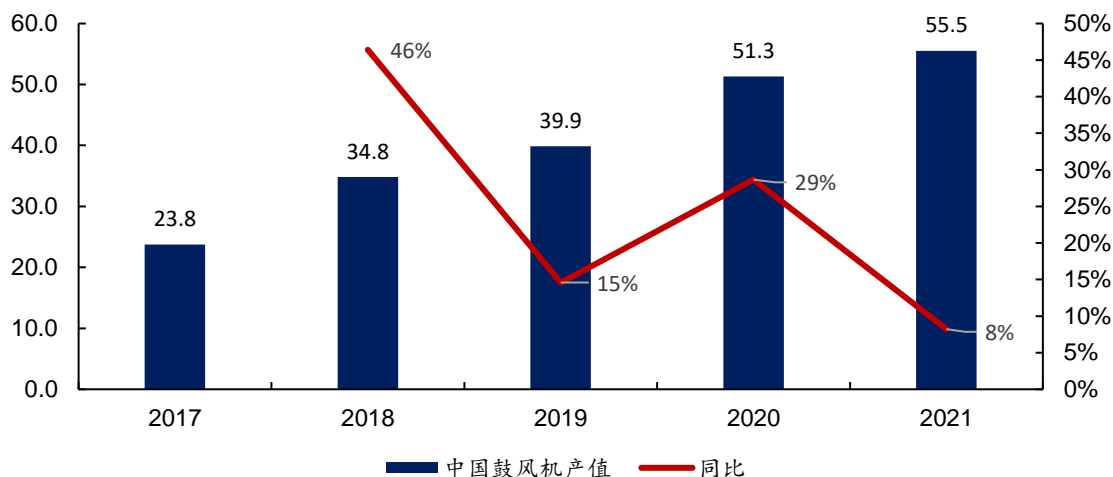
表 8：常见类型鼓风机比较

主要性能	罗茨鼓风机	多级离心鼓风机	单级齿轮增速鼓风机	空气悬浮鼓风机	磁悬浮离心式鼓风机
风量调节	调节范围小	调节范围小	调节范围小	调节范围大	调节范围大
启停是否有摩擦	有	有	有	有	无
是否适合频繁启停	是	是	是	否	是
噪音	100分贝以上	90-100分贝	90-100分贝	75-85分贝	75-85分贝
振动	大	中	中	小	小
是否需要润滑	是	是	是	否	否
维护方式	需专人定期维护	需专人定期维护	需专人定期维护	定期更换过滤器	定期更换过滤器
整机尺寸	大	大	大	小	小
安装及施工要求	复杂	复杂	复杂	简易	简易
能效	低	低	中	高	高

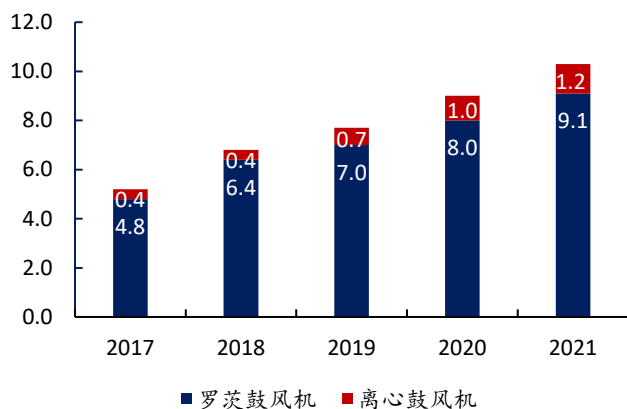
资料来源：磁谷科技招股书，信达证券研发中心

当前，国内鼓风机龙头企业都在加大研发投入，壮大科研团队，不断开发新产品，国内鼓风机企业与国外优秀鼓风机品牌在技术上的差距将进一步缩小。未来国内鼓风机龙头企业有望进一步占据国内鼓风机市场份额，同时也将进一步走向国际市场。

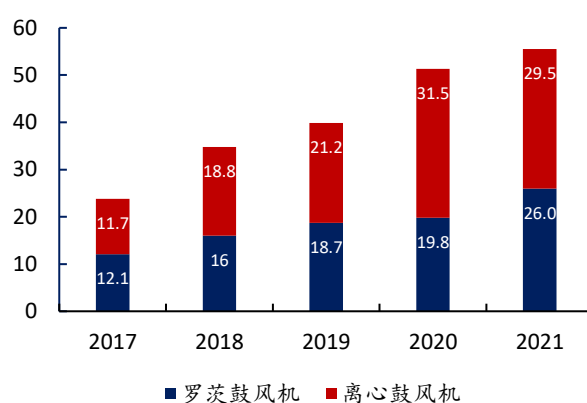
2017-2021 年我国离心鼓风机产量从 0.4 万台增长至 1.2 万台，CAGR 为 33.91%，罗茨鼓风机产量从 4.8 万台增长至 9.1 万台，CAGR 为 17.04%，离心鼓风机产量增速远高于罗茨鼓风机，但产量占比仍低，2021 年仅为 12%。未来随着离心式鼓风机，尤其是空浮和磁浮离心式鼓风机等高端产品占比提升，鼓风机市场还有很大发展空间。

图 19：我国鼓风机产值及同比增速（亿元、%）


资料来源：中国通用机械工业协会，华经产业研究院，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 20：我国鼓风机分类型产量（万台）


资料来源：中国通用机械工业协会，中商情报网，信达证券研发中心

图 21：我国鼓风机分类型产值（亿元）


资料来源：中国通用机械工业协会，华经产业研究院，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

公司在鼓风机领域储备产品包含空气悬浮离心鼓风机、磁悬浮离心鼓风机，属于高端机型赛道。与高端螺杆机市场类似，我们认为随着政策和下游需求对于能效要求的提升以及国产替代趋势的推进，国产高端离心式鼓风机行业有望快速崛起。

目前，空压机及鼓风机行业发展具备以下几大趋势：

1) 资源整合，头部企业市场集中度提升 + 2) 主机自主研发，进口替代空间大：

以空压机为例，目前国内行业竞争格局可分为三个层次：

➤ **国际著名企业**，具有代表性的主要有阿特拉斯、英格索兰、美国寿力以及台湾复盛等，这些企业具有强大的自主研发设计能力，在全球市场占有率较高的市场份额，尤其是在高端产品方面具有领先优势；

- 具备较强的研发设计能力和加工制造水平的国内优势企业，包括公司在内，如开山股份、鲍斯股份、汉钟精机、东亚机械等。这些企业在技术水平、市场份额等方面与国际企业的差距逐步缩小，部分领先企业产品水平已达到或赶超国外领先企业；
- 不具备自主研发生产能力，主要从事外购主机进行装配的空气压缩机企业。

表 9：公司在空压机行业主要竞争对手

序号	公司名称	简介	收入规模
1	Atlas Copco/ 阿特拉斯	1837 年成立，集团总部位于瑞典斯德哥尔摩，业务范围遍及全球 180 多个国家/地区，为客户提供压缩机、真空解决方案和空气处理系统、建筑与采矿设备、动力工具和装配系统。阿特拉斯官网显示，截至 2021 年底，阿特拉斯在中国设有 20 多家公司，拥有近 7,000 名员工。	2021 年度实现营业收入 1,109.12 亿瑞典克朗（约 748 亿元人民币），其中压缩机业务实现收入 496.57 亿瑞典克朗（约 335 亿元人民币）。
2	Ingersoll Rand/英格索兰	英格索兰 1871 年成立，总部位于爱尔兰都柏林，作为一家多元化的工业制造企业，其旗下品牌为全球的商业、工业和民用客户提供领先的服务，专注于工业技术和温控系统两大核心业务的发展，其中工业技术领域包括压缩空气系统和服务、动力工具、流体管理及物料吊装等。	根据英格索兰年报数据，2021 年度实现营业收入 51.52 亿美元。
3	Sullair Corporation/ 美国寿力	全球知名的螺杆式空压机专业制造企业，始创于 1965 年，总部设在美国印地安纳州密执根市。美国寿力在中国有苏州和深圳两个生产基地，生产的主要产品包括固定式螺杆压缩机、移动式螺杆压缩机、螺杆真空泵、空气干燥机、精密过滤器、真空泵等，销售及售后网络遍布全国、东南亚及其他亚洲地区。	2017 年被日立集团收购，2016 年营收为 430 亿日元
4	台湾复盛	成立于 1953 年，是台湾最大的空压机制造集团。台湾复盛公司推出了齐全和丰富的产品线，涵盖往复、螺旋、涡卷和离心等多种空气压缩机和冷媒压缩机。目前台湾复盛公司在大陆有北京、上海、中山三个生产基地，三个销售服务部，中国销售总部位于上海。	2020 年度、2021 年度和 2022 年度，台湾复盛实现收入分别为 4.83、8.31、11.33 亿美元。
5	开山股份 (股票代码： 300257)	浙江开山压缩机股份有限公司主要产品有螺杆式空压机、冷媒压缩机、螺杆膨胀发电机、工艺气压缩机、环境工程与冷链产业等。其中，螺杆式空压机产品功率范围 7.5KW—630KW，品种覆盖电机动力螺杆空压机、柴油动力螺杆空压机、井下防爆螺杆空压机以及两级压缩螺杆空压机。产品经销网络遍及全国各省区市，设有 2,000 多家营销网点，拥有优质的销售服务。开山股份在美国、德国、日本、韩国、俄罗斯等设有 15 家海外直销点，产品销往世界 60 多个国家和地区。	2020 年度，开山股份空压机业务实现收入 22.50 亿元，2021、2022 年度开山股份压缩机业务实现收入分别为 22.50 亿元、26.66 亿元和 24.68 亿元
6	鲍斯股份 (股票代码： 300441)	宁波鲍斯能源装备股份有限公司主要从事螺杆压缩机核心部件及整机研发、生产及销售，产品主要包括螺杆压缩机主机和整机。鲍斯股份是目前国内重要的螺杆主机供应商和领先的工艺流程用螺杆压缩机制造商。	2020 年度、2021 年度和 2022 年度，鲍斯股份压缩机业务实现收入分别为 9.62 亿元、9.49 亿元和 7.87 亿元。
7	汉钟精机 (股票代码： 002158)	上海汉钟精机股份有限公司主要从事螺杆式压缩机相应技术的研制开发、生产销售及售后服务，主要产品为螺杆式制冷压缩机，也存在部分螺杆式空气压缩机的生产。	2019 年度汉钟精机空气压缩机产品销售收入 3.50 亿元，此后未单独披露。2020 年度、2021 年度和 2022 年度，鲍斯股份压缩机业务实现收入分别为 14.45 亿元、16.97 亿元和 17.37 亿元。
8	东亚机械 (股票代码： 301028)	厦门东亚机械工业股份有限公司主要从事螺杆式和活塞式空气压缩机的研发、生产和销售。	2020 年度、2021 年度，东亚机械空气压缩机产品销售收入分别为 6.80 亿元和 7.62 亿元；2022 年东亚机械螺杆机产品销售收入为 6.11 亿元。
9	欧圣电气 (股票代码： 301187)	苏州欧圣电气股份有限公司主要从事空气动力设备和清洁设备的研发、生产和销售，主要产品为小型空压机和干湿两用吸尘器。	2020 年度、2021 年度和 2022 年 1-6 月，欧圣电气小型空压机销售收入分别为 5.04 亿元、4.45 亿元和 4.47 亿元。

资料来源：公司招股书，Wind，日立集团公告，Pitchbook，信达证券研发中心整理

参考国内空压机行业其他公司，开山股份在整体规模上较为领先，在国内行业市占率约为4-5%（以前文所提到的我国空压机行业整体规模为基准），包括鑫磊在内的其他几家国内领先企业规模较为接近，市占率仅在1%上下，未来国产替代、市占率提升空间较为广阔。

表 10：公司与同行业空压机收入与毛利率对比

	空压机相关收入 亿元					空压机相关产品毛利率 %				
	开山股份	东亚机械	鲍斯股份	欧圣电气	鑫磊股份	开山股份	东亚机械	鲍斯股份	欧圣电气	鑫磊股份
2019	20.70	5.30	7.40	3.50	5.70	29.0%	31.6%	31.2%	28.8%	21.3%
2020	22.50	6.80	9.60	5.00	6.40	28.0%	30.7%	34.8%	29.5%	19.7%
2021	26.70	7.60	9.50	4.40	6.90	29.3%	33.5%	33.4%	15.0%	15.7%
2022	24.70	6.10	7.90	4.50	5.20	30.2%	32.2%	29.7%	23.4%	21.3%

资料来源：公司招股书，Wind，信达证券研发中心

大企业通过技术优势和资本优势，合并、收购中小型企业，行业集中度有望提升。大企业集中生产可降低生产成本、稳固大量经销商及终端客户；中小型压缩机企业，在研发创新、渠道控制、价格成本均处于劣势地位的情况下，销量有所下滑，经营状况欠佳。未来，国产大型企业凭借品牌、品质优势有望占据更多的市场份额，落后产能将逐渐被市场所淘汰。包括鑫磊在内的一批创新意识强、研发技术水平高、资金规模雄厚的企业有望成为行业的主导力量。

鼓风机方面，目前国内鼓风机主要生产厂家包含天津亿昇科技、磁谷科技、石家庄金士顿、山东章鼓、金通灵科技等。与山东章鼓和金通灵的鼓风机收入规模及毛利率对比，公司业务营收体量仍然较小但增速较快，毛利率则显著高于竞争对手，表明公司或在产品技术、销售结构、成本把控等方面较同业更为领先。

表 11：公司在鼓风机行业主要竞争对手

序号	公司名称	简介
1	天津亿昇科技	亿昇（天津）科技有限公司是天津飞旋科技有限公司的全资子公司，专业生产磁悬浮离心式鼓风机、磁悬浮透平真空泵、磁悬浮空气压缩机等磁悬浮系列产品。
2	磁谷科技 (股票代码： 688448)	南京磁谷科技股份有限公司主要生产磁悬浮离心式鼓风机、磁悬浮空气压缩机、磁悬浮冷水机组等大功率高速驱动设备以及高速高效一体化流体机械产品。根据磁谷科技披露的招股书，2020、2021、2022 年度，磁谷科技磁悬浮离心式鼓风机产品销售收入分别为 2.44、2.83、2.48 亿元。
3	石家庄金士顿	石家庄金士顿轴承科技有限公司主要从事动压空气轴承、高速滚动轴承、高速流体机械的研发设计、生产制造和销售服务，主要产品包括高速永磁电机、空气悬浮离心鼓风机等。
4	山东章鼓 (股票代码： 002598)	山东省章丘鼓风机股份有限公司是一家集罗茨鼓风机、离心风机、工业泵、工业水处理工程及设备、重型机械设备、气力输送成套系统、电气设备、MVR 蒸发浓缩与结晶技术和成套系统等产品的设计、生产、销售于一体的现代化机械加工规模企业。根据山东章鼓披露的公开数据，2020 年度、2021 年度和 2022 年，山东章鼓风机产品销售收入分别为 7.86 亿元、9.98 亿元和 10.86 亿元。
5	金通灵 (股票代码： 300091)	金通灵科技集团股份有限公司主要产品有大型工业鼓风机、通风机、煤气鼓风机、焦炉鼓风机、多级高压离心鼓风机、单级高速离心鼓风机等。根据金通灵披露的公开数据，2020、2021 和 2022 年度，金通灵鼓风机产品销售收入分别为 5.09 亿元、4.90 亿元和 3.94 亿元。

资料来源：公司招股书，Wind，信达证券研发中心

表 12：公司与同行业鼓风机收入与毛利率对比

	鼓风机相关收入 亿元			鼓风机产品毛利率 %		
	山东章鼓	金通灵	鑫磊股份	山东章鼓	金通灵	鑫磊股份
2019	7.13	5.09	0.06	32.0%	23.0%	38.9%
2020	7.86	5.09	0.57	31.2%	20.5%	65.5%
2021	9.98	4.90	0.83	26.2%	7.0%	59.0%
2022	10.86	3.94	1.27	28.8%	7.2%	43.9%

资料来源：公司招股书，Wind，信达证券研发中心

公司离心鼓风机产品自 2019 年度形成销售以来，凭借节能、环保、低噪等优势快速打开市场，拥有了如国机集团、海螺集团、宁夏建材、粤海水务、国家电投、冀东水泥、山水水泥、南方水泥、西南水泥等优秀的客户群体。我们认为基于公司行业领先的生产技术工艺，随着公司客户、渠道的进一步拓展，以及产能的进一步释放，在当前小而美的规模下，公司市场影响力与竞争力有望稳步提升，离心鼓风机业务有望持续超行业高增。

2.2 高端技术优势筑造护城河，产能释放有望引领快速增长

公司具备技术研发、产品节能、规模化生产、品牌、渠道等多方面优势，有利于其在国产空压机及鼓风机发展浪潮中占据领先地位，取得超行业增长。

- 研发方面，公司设有浙江省省级企业技术中心、浙江省高新技术企业研究开发中心，和浙江省鑫磊流体机械研究院。在螺杆机和离心鼓风机领域，公司已经全面掌握了螺杆主机和电机的设计、生产和加工工艺，拥有包括螺杆式空气压缩机高效率转子型线设计技术、同轴一体驱动技术、全封闭油冷永磁同步电机技术、三变频智能控制系统技术以及离心鼓风机使用的三元流叶轮技术、高速永磁同步电机技术等核心技术。

图 22：公司核心优势


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

公司具备核心零部件自制能力，核心部件自制率达到 85%，并掌握磁悬浮核心技术。公司掌握磁悬浮轴承、磁悬浮轴承传感器、信号处理器和永磁高速电机为磁悬浮的四大核心技术，推出自研自发的磁悬浮真空泵、磁悬浮鼓风机、磁悬浮压缩机以及磁悬浮中央空调四款拳头产品，广泛应用于造纸、医药、生物发酵等领域。

- 节能方面，公司产品节能性能优越，全系列两级压缩螺杆机产品达到或超过 GB19153-2019 标准 1 级能效，被评为浙江省重点高新技术产品，被国家发改委列入《国家重点节能低碳技术推广目录（2017）》，被工信部列入《“能效之星”产品目录（2017）》及《国家工业节能技术装备推荐目录（2017）》；离心式鼓风机产品被工信部列入《“能效之星”装备产品目录（2021）》。

以公司 90W 功率的永磁变频螺杆式空压机为例，1 级能效产品每年可比 2 级能效产品节省约 7.3 万 kwh 的电，比 3 级能效产品更是节省 19.1 万 kwh。因此，即使 1 级能效产品在初期采购时价格更高，但后续使用过程中可显著降低运行成本。

表 13：1 级能效产品可显著节省用电量（以永磁变频机为例）

额定功率	排气量	能效等级			1级能效与2级相比		1级能效与3级相比	
		3级	2级	1级	每小时节电量	年节电量	每小时节电量	年节电量
kw	立方米/min	kw/(立方米/min)			kwh	kwh	kwh	kwh
37	6.5	8.5	7.6	7.0	3.90	33,696	9.75	84,240
45	8.0	8.3	7.5	6.9	4.80	41,472	11.20	96,768
55	10.9	8.1	7.3	6.8	5.45	47,088	14.17	122,429
75	14.0	7.9	7.1	6.6	7.00	60,480	18.20	157,248
90	17.0	7.8	7.0	6.5	8.50	73,440	22.10	190,944
110	22.0	7.7	6.9	6.4	11.00	95,040	28.60	247,104
132	26.0	7.7	6.9	6.4	13.00	112,320	33.80	292,032
160	31.5	7.6	6.8	6.3	15.75	136,080	40.95	353,808
200	40.0	7.6	6.8	6.3	20.00	172,800	52.00	449,280

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

鼓风机产品方面，公司生产的空气悬浮系列、磁悬浮系列、永磁变频系列离心式鼓风机的节能效果主要体现在两个方面：一是用作气体输送和通风换气鼓风机，直接省电降耗；二是通过联动效应，促进鼓风机系统及生产运行的间接节能，进而降低整体运营成本，减轻管理压力。

- 品牌及渠道优势方面，公司产品品质优异，在业内赢得良好的市场口碑，“鑫磊”商标为中国驰名商标，同时公司为浙江省出口名牌企业。通过多年的市场开拓与项目经验积累，公司已经具备一定的市场影响力及占有率。公司产品销往国内外 100 多个国家和地区，积累了一批优质的客户资源，与国际知名品牌商、零售商建立了长期稳定的业务合作关系，如德国 SCHEPPACH 集团、德国 EINHELL 集团、意大利 FNA 集团、波兰 AIRPRESS 集团、墨西哥 TRUPER 集团等，国外大型连锁超市如瑞典 BIRGMA 等。国内方面，公司与格力、海尔、中石化、蒙牛、国家能源集团等大型知名企业均已建立起良好的合作关系。

根据《中国通用机械工业年鉴 2020》的数据统计，2019 年公司主营业务收入在主要动力用空压机厂商中排名第 6 位，出口业务排名第 2 位；公司是国内主要的空气压缩机生产与出口企业之一，特别是小型活塞式空气压缩机，根据中国海关数据统计，2019、2020、2021 年及 2022H1，公司空气压缩机出口金额占国内同类产品出口金额的

比重分别为 3.08%、2.88%、2.63%和 2.46%。

目前公司出口产品绝大部分为活塞机，未来随着公司的品牌影响力和渠道经销能力进一步增长，以及海外新市场的进一步开拓，若公司能够将活塞机出口经验复制到螺杆机、离心机产品上，则公司销售规模有望实现快速突破。

图 23：公司国内合作客户一览



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2019、2020、2021 年度及 2022H1，公司向前五大客户合计销售金额占总营业收入比例分别为 34.33%、31.61%、37.98%和 37.48%。其中占比最高的为 WOODSTER GMBH，约为 15-20%，其余大客户占比均在个位数，对重要客户的依赖程度不高。

德国客户 WOODSTER GMBH 为德国地区五金和电动工具行业的领先企业，自身规模体量较大，对小型活塞机采购需求较大，与公司多年保持稳定融洽的合作关系，对公司产品质量、交货周期等方面均比较认可，因此我们认为合作变化风险较低。

表 14：2022 年 H1 公司前五大客户销售情况

序号	公司名称	销售内容	销售金额	销售占比
1	WOODSTER GMBH	活塞式空压机	7159.42	19.27%
2	浙江未来之星五金机电有限公司	螺杆式空压机	2227.36	5.99%
3	FNA 集团	活塞式空压机	1853.13	4.99%
4	AIRPRESS 集团	螺杆式/活塞式空压机	1706.68	4.59%
5	青岛泰能达机电设备有限公司	螺杆式空压机/离心式鼓风机	978.09	2.63%
	合计		13924.67	37.48%

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

- 规模化生产方面，公司是行业内少数掌握主要零部件自主研发、设计与生产的企业，可显著降低生产成本。同时公司引进了 MAZAK 数控机床 KAPP 转子磨床加工中心、德国 LEITIZ 三坐标测量仪、ABB 机器人等先进生产和检测设备，保障公司产品的订单

响应速度。

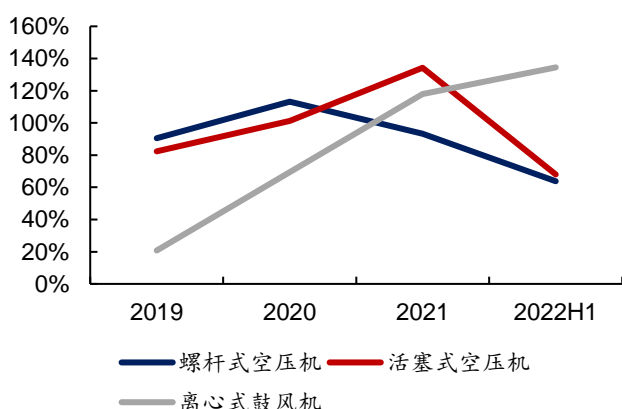
截至 22H1 公司年产能：螺杆式空压机 3.5 万台，活塞式空压机 60 万台，离心式鼓风机 800 台（招股书口径）。从过去几年的产能利用率来看，螺杆式空压机和活塞式空压机产能利用率曾分别在 20 和 21 年时突破 100%，而离心式鼓风机 21 年、22 年 H1 产能利用率分别达到 118% 和 135%。产销率方面，21 年螺杆式空压机和活塞式空压机接近 100%，22 年上半年三项主营产品产销率达到 1.2-1.3。综合以上信息我们判断公司业务订单较为饱和，产能亟待扩充。

表 15：公司 21 年及 22H1 主营产品产能、产量、销量情况

	2022年H1	2021年	2022年H1	2021年	2022年H1	2021年
	产能台		产量台		销量台	
螺杆式空压机	17500	35000	11163	32662	13264	30376
活塞式空压机	300000	600000	203965	805578	267750	782857
离心式鼓风机	400	800	538	943	655	713

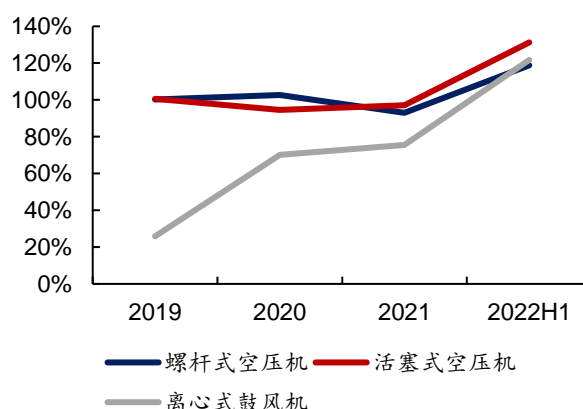
资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 24：公司主营产品产能利用率 (%)



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 25：公司主营产品产销率 (%)



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

公司 IPO 的募投项目包含 1) 新增年产 3 万台螺杆式空压机技改项目，总产能将达到 6.5 万台；2) 年产 80 万台小型空压机技改项目；3) 新增年产 2200 台离心式鼓风机项目，总产能增长至 3000 台。在以上项目投建完成后，公司产能将得到显著扩充。基于公司研发、节能、品牌等多重优势，我们认为产能释放将有助于公司在主机进口替代和头部份额提升的大趋势下顺利扩展自身业务规模。

表 16：公司 IPO 募投项目

序号	项目名称	拟投入募集资金(万元)
1	新增年产 3 万台螺杆式空压机技改项目	19,717.80
2	年产 80 万台小型空压机技改项目	10,553.18
3	新增年产 2200 台离心式鼓风机项目	10,045.60
4	补充流动资金	5,000.00
	合计	45,316.58

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

2.3 发力热泵煤改电新领域，规模有望快速突破

在大力发展螺杆机、离心鼓风机等主营产品以外，公司也积极寻求空气动力行业其他产品及应用领域的拓展，如车载式空压机，螺杆式、离心式热泵等，产品矩阵得到进一步完善，有助于公司整体影响力和竞争力的提升，以及经营规模持续增长。

图 26：公司磁悬浮离心式热泵产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 27：公司螺杆式热泵产品

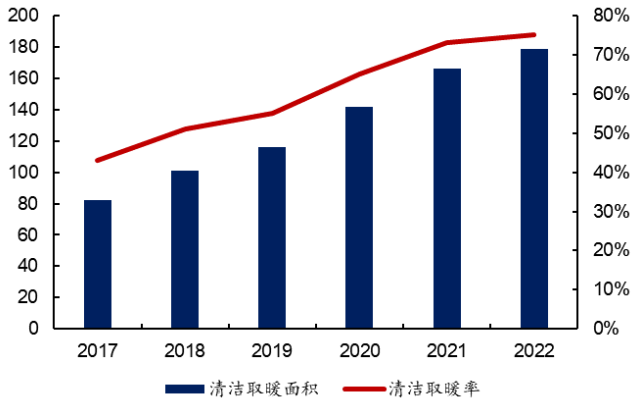


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

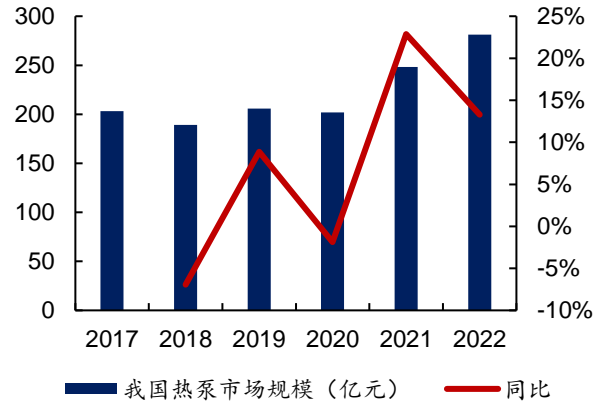
我国热泵市场规模持续提升。随着近年来我国经济的发展，国民生活水平不断提高，人们绿色环保意识增强，消费者对更加环保、便利、智能、高效的热泵产品的偏好和需求明显增加，热泵行业得到快速发展。2022 年我国热泵行业市场规模约为 281.13 亿元，同比增长 13.%；产量约为 412.52 万台，同比增长 28.2%；需求量约为 275.61 万台，同比增长 44.1%。

我国北方地区“煤改电”进程仍有较大推进空间。2017 年，国家发展和改革委员会等 10 部门联合印发《北方地区冬季清洁取暖规划(2017-2021)》(以下简称《规划》)，推动我国清洁取暖工作进展。截至 2022 年底，我国北方地区取暖面积为 238 亿平方米，清洁取暖面积达到 179 亿平方米，清洁取暖率约为 75%，同比增长 2pct。

然而在最需要改造的低收入农村地区，建筑节能改造进程推动仍较慢。根据北京大学能源研究院的数据，截至 2019 年底，我国累计实施用户侧建筑节能改造 1.84 亿平方米，仅完成了 5 亿平方米目标的三分之一，其中农村地区的建筑节能改造完成量只有城镇的 1/3，东北、西北部分地区的农村，清洁取暖率仍低于 35%，“煤改电”仍有很长的路要走，对于节能供暖设备厂家来说，所对应的市场容量和机遇也将十分可观。

图 28：我国北方地区清洁取暖面积及取暖率（亿平方米，%）


资料来源：《中国能源》杂志，信达证券研发中心

图 29：我国热泵市场规模及同比（亿元、%）


资料来源：36氪，智研咨询，信达证券研发中心

目前公司的热泵煤改电相关业务大致可分为两部分，一部分主要是户用空气源热泵，以下图内蒙古杭锦后旗陕坝镇冬季清洁取暖煤改电项目为例，公司该项目中标金额约 2000 万元，以代工贴牌模式供应 14kW 户用空气源热泵，单台均价约 1.6 万元。

另一部分是大型的螺杆式、磁悬浮(水冷)热泵机组，对比普通空气源热泵具备显著的高技术门槛特点。其中磁悬浮(水冷)热泵是在磁悬浮鼓风机基础上发展的产品，与磁悬浮离心式风机技术上同源，近两年公司相关技术成熟并能够批量生产，能够在煤改电项目中提供整县改造和定制化的整套解决方案。

公司希望以深度参与煤改电市场作为切入点，逐步开拓磁悬浮市场，让磁悬浮产品走向更多行业领域和下游客户。

图 30：鑫磊热泵煤改电中标实例

杭锦后旗陕坝镇人民政府杭锦后旗陕坝镇2023年冬季清洁取暖农村煤改电项目结果公告

相关公告 Aa 字号 打印

发布时间：2023年07月10日

- 一、项目编号：BSZCHHS-G-H-230029
- 二、项目名称：杭锦后旗陕坝镇2023年冬季清洁取暖农村煤改电项目
- 三、采购结果

合同包1(杭锦后旗陕坝镇2023年冬季清洁取暖农村煤改电项目)：

供应商名称	供应商地址	中标(成交)金额
鑫磊压缩机股份有限公司	浙江省台州市温岭市工业城	19,591,480.00元

资料来源：内蒙古自治区政府采购网，信达证券研发中心

相较于传统供暖设备及普通热泵，公司热泵机组更加节省运行费用。对比螺杆式热泵机组和各类锅炉以及普通空气源热泵运行费用，以加热一吨水为例，燃油锅炉所需燃料费用约 40 元，空气源热泵需约 8 元，燃煤锅炉成本较低需约 5.8 元，而螺杆式热泵机组运行所

需费用仅需 5.7 元，同时几乎不会产生污染物质，使用效率（COP）达 490%，体现其在节能减排方面的显著优势。

表 17：供暖设备运行费用对比

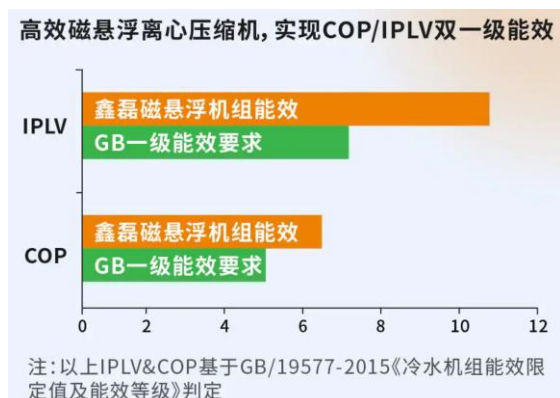
设备类型	天然气锅炉	生物质颗粒锅炉	燃煤锅炉	燃油锅炉	空气源热泵	螺杆式热泵机组
燃料价格	4元/立方米	0.9元/kg	0.8元/kg	7.9元/L	0.8元/度	0.8元/度
燃料热值	8600kcal/立方米	3000kcal/kg	5000kcal/kg	6900kcal/L	860kcal/度	860kcal/度
使用效率	92%	80%	83%	85%	350%	490%
燃料消耗	3.80立方米	12.5kg	7.2kg	5.1L	10.0度	7.1度
燃料费用	15.2元	11.3元	5.8元	40.3元	8元	5.7元

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

而公司的磁悬浮离心式水冷热泵机组，得益于其强大的自研压缩机技术水平及能效表现，在节能方面优势更加凸显。鑫磊高效磁悬浮离心压缩机实现 COP/IPLV 双一级能效，比传统的水冷螺杆机约可进一步节能 50%。

随着国家战略层面对绿色高效的要求越来越高，我们认为磁悬浮解决方案在不远的将来有望迎来快速增长。公司拟使用超募资金 1.72 亿元投入“年产 1000 台磁悬浮（水冷）热泵机组研发及产业化项目”建设，储备产能紧抓未来发展机遇。

图 31：公司磁悬浮机组能效显著超过 GB 一级标准



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 32：磁悬浮机组较普通螺杆机组更加节能



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

由于北方煤改电项目招投标大多数集中在每年的 Q3、Q4，因此我们预计今年上半年公司该领域创收体量仍然较低，而今年下半年有望快速放量。

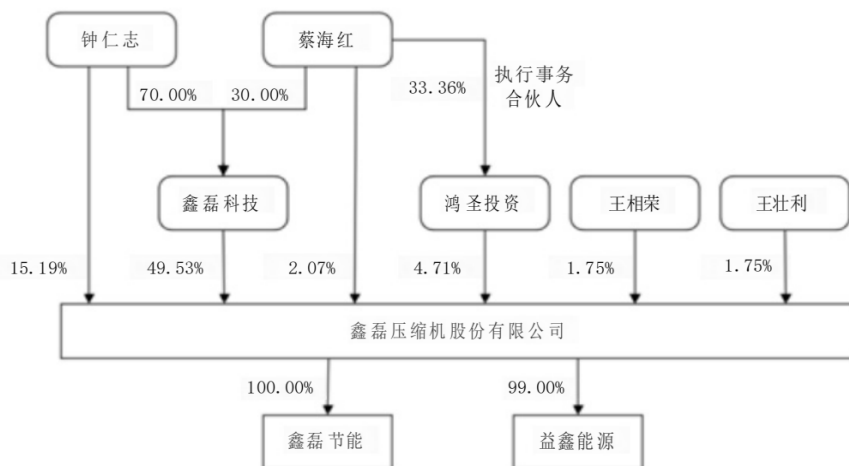
随着公司持续提升热泵等新产品的市场影响力、优化产品的产量及技术指标、丰富产品型号、开拓渠道客户资源，我们认为公司能够进一步巩固和提高在空气动力领域的领先优势，提高相关领域国内外市场占有率，成为国际一流的空气动力设备生产和服务企业。

三、股权结构集中，管理效率持续提升

公司股权结构集中，董事长钟仁志和总经理蔡海红共直接和间接持有上市公司约 68% 的股份，鸿圣投资为员工持股平台。除公司董事长钟仁志和总经理蔡海红为夫妻关系外，公司董事、监事、高级管理人员及其他核心人员相互之间不存在亲属关系。

鑫磊股份旗下共有鑫磊节能、益鑫能源 2 家控股子公司，其中鑫磊节能主要从事合同能源管理业务，益鑫能源覆盖业务与母公司基本相同。

图 33：公司股权结构图（截至 23Q1）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司高管及核心技术人员整体较为年轻化，且均在公司就职多年，具有充分的管理及研发经验。此外，公司核心人员均直接或通过员工持股平台鸿圣投资间接持有上市公司股份，深度绑定各方核心利益，有助于激发公司发展活力。

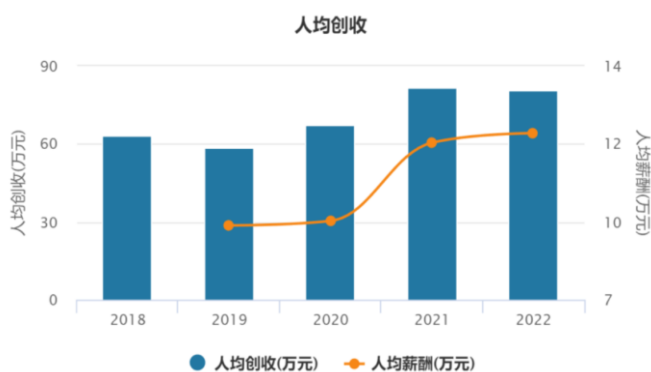
表 18：公司高管及核心技术人员梳理

姓名	职务	2022年薪酬	简介	在鸿圣投资持股情况
钟仁志	董事长、核心技术骨干	59.57万元	1973 年生，2003 年 6 月至 2006 年 12 月，担任利欧机电股份公司（后更名为浙江鑫欧机电有限公司）董事长；2006 年 12 月至 2017 年 6 月，担任温岭市鑫磊空压机有限公司执行董事兼总经理；2017 年 5 月至今，担任温岭市鑫磊科技有限公司执行董事兼总经理；2019 年 4 月至今，就职于鑫磊压缩机股份有限公司，担任董事长	-
蔡海红	总经理	57.35万元	1975 年生，2010 年 11 月至 2017 年 6 月，就职于温岭市鑫磊空压机有限公司，担任监事；2017 年 6 月至 2017 年 9 月，就职于温岭市鑫磊空压机有限公司，担任执行董事、总经理；2017 年 9 月至 2019 年 4 月，担任鑫磊压缩机股份有限公司董事长兼总经理；2019 年 4 月至今，担任鑫磊压缩机股份有限公司总经理	33.36%
冯海荣	董事、副总经理	62.20万元	1966 年生，2009 年至 2017 年 9 月，就职于温岭市鑫磊空压机有限公司，担任常务副总、销售副总；2017 年 9 月至今，就职于鑫磊压缩机股份有限公司，担任董事、副总经理	7.92%
金丹君	董事、董秘、财务负责人	50.91万元	1981 年生，2005 年 6 月至 2008 年 8 月在浙江鑫磊机电股份有限公司担任会计；2008 年 8 月至 2011 年 10 月在温岭市鑫磊置业有限公司担任财务经理；2011 年 10 月至 2017 年 9 月，就职于温岭市鑫磊空压机有限公司，担任财务总监；2017 年 9 月至今，就职于鑫磊压缩机股份有限公司，担任董事、董事会秘书、财务负责人	7.92%
袁军	董事、核心技术骨干	45.83万元	1980 年生，2001 年 7 月至 2006 年 12 月，就职于台州市鑫磊工贸有限公司（现已更名为温岭市鑫磊新能源有限公司），历任技术员、技术部经理；2006 年 12 月至 2017 年 9 月，就职于温岭市鑫磊空压机有限公司，担任技术副总；2017 年 9 月至今，就职于鑫磊压缩机股份有限公司，担任董事、研发中心总监	7.92%
王晨曦	职工监事代表、核心技术骨干	28.93万元	1971 年生，2010 年 11 月至 2017 年 9 月，就职于温岭市鑫磊空压机有限公司，担任螺杆机项目部经理；2017 年 9 月至今，就职于鑫磊压缩机股份有限公司，担任职工代表监事、研发部经理	0.66%

资料来源：公司招股书，Wind，信达证券研发中心

管理效率不断攀升，人均创收、创利持续增长。参考公司 2018-2022 年人均创收、创利情况，整体趋势稳定攀升，在人均薪酬约 13 万元的基础上，2022 年人均创收约 80 万元，人均创利近 9 万元。

图 34：公司 2018-2022 年人均创收（万元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 35：公司 2018-2022 年人均创利（万元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

总结而言，公司股权结构较为集中，高管及核心技术团队较为稳定及年轻化，通过深耕行业多年已积累充分的管理及研发经验，且均持有上市公司股份，核心人员利益深度绑定。公司治理稳中向好，经营效率稳步提升，我们认为公司具备紧抓行业发展机遇、且在行业中持续提升自身竞争力的能力。

四、盈利预测、估值与投资评级

我们根据公司业务发展结构、扩产情况等对公司收入按业务板块进行拆分：

- 1) **螺杆机**：从行业来看，螺杆空压机行业下游应用能效要求不断提升，高端国产替代趋势持续推进；从自身来看，公司 24 年螺杆机新增产能有望落地，有助于释放收入增长弹性，同时品牌影响力及海外渠道布局持续增强消化产能，高端产品技术优势显著受到市场广泛认可。21-22 年螺杆机业务受疫情影响基数较低，因此我们预计该板块 23-25 年营收分别为 3.78/5.36/7.32 亿元，同比+32.00%/+41.75%/+36.50%。
- 2) **活塞机**：行业总体规模呈现小幅稳步增长趋势，公司层面我们认为整体步调或与行业保持一致，上市后随着品牌和渠道影响力的提升、产能及技术水平的进一步加强，我们预计该板块 23-25 年营收为 2.37/2.61/2.82 亿元，同比+2.60%/+10.25%/+8.15%。
- 3) **离心机**：基于离心鼓风机行业 2017-2021 年产量 CAGR 为 33.91%，逐年快速稳健增长，下游需求对于能效要求持续提升，以及国产替代趋势加速推进，我们认为首先行业具备平稳快速增长的 beta。公司在鼓风机领域储备产品包含空气悬浮离心鼓风机、磁悬浮离心鼓风机，属于高端机型赛道，有望率先受益于国产替代浪潮。22 年公司离心机相关业务规模增长超 50%，我们认为未来几年有望延续快速增长，同时 24 年离心机新产能落地有望为增长提供有力支撑，因此我们预计 23-25 年该板块营收为 1.77/2.61/3.49 亿元，同比+39.65%/+47.00%/+33.90%。
- 4) **合同能源管理业务**：公司为客户提供节能螺杆机、离心鼓风机设备的投资、安装和运营管理，并在合同约定的收益分享期内以节电量和协议价格为依据分享节能收益，收益分享期满后相关设备所有权移交给客户。公司还开发了 AI 能源站，在拥有一级能效设备的基础上提供 AI 算法，能够根据母管压力波动情况，控制设备启停，调节设备运行参数，将设备的加载率提高至 90% 以上，保障稳压供气，实现站房安全供能、无人值守和节能降耗。该板块业务体量基数仍较小，增长潜力较高，因此我们预计 23-25 年营收为 0.27/0.38/0.49 亿元，同比+60.00%/+40.00%/+30.00%。
- 5) **其他业务（原以配件销售为主，23 年起含热泵煤改电业务）**：公司今年开始切入热泵煤改电市场，目前招投标进展顺利，下半年随清洁取暖设备采购安装旺季到来有望快速起量，同时公司“年产 1000 台磁悬浮（水冷）热泵机组研发及产业化项目”正在推进落地，我们预计今明两年该业务将为公司贡献主要增量，暂时归类在其他业务中，预计该板块 23-25 年营收为 3.09/4.33/5.19 亿元，同比+500.00%/+40.00%/+20.00%。

表 19：分板块营收及利润率预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入总额(百万元)	712.43	1128.12	1527.99	1931.11
YoY	-13.23%	58.35%	35.45%	26.38%
毛利率(%)	27.62%	29.32%	30.42%	31.42%
净利率(%)	10.80%	13.37%	13.83%	14.55%
螺杆机(百万元)	286.50	378.18	536.07	731.73
YoY	-2.74%	32.00%	41.75%	36.50%
活塞机(百万元)	230.65	236.64	260.90	282.16
YoY	-39.63%	2.60%	10.25%	8.15%
离心机(百万元)	126.90	177.21	260.51	348.82
YoY	52.63%	39.65%	47.00%	33.90%
合同能源管理(百万元)	16.87	27.00	37.79	49.13

YoY	23.64%	60%	40%	30%
其他业务(百万元)	51.51	309.09	432.72	519.26
YoY	8.03%	500%	40%	20%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

可比公司估值:

我们选取同为空压机/鼓风机行业的开山股份、汉钟精机、东亚机械作为鑫磊股份可比公司, 在三家对照公司的 Wind 一致性预测以及我们对鑫磊股份的盈利预测下, 鑫磊 2023/2024 年 PEG 明显低于对照公司平均水平, 彰显其较高的潜在增长率与投资价值。

表 20: 可比公司估值

证券简称	股价(元)	EPS(元/股)			市盈率 PE			PEG	
		22A	23E	24E	22A	23E	24E	23E	24E
空压机、鼓风机 行业									
开山股份	13.32	0.46	0.61	0.84	29.23	21.93	15.79	0.46	0.41
汉钟精机	24.04	1.10	1.40	1.74	21.76	17.21	13.81	1.08	0.56
东亚机械	10.16	0.46	0.54	0.68	22.04	18.68	14.87	0.64	0.58
平均		0.67	0.85	1.09	24.34	19.28	14.82	0.73	0.52
鑫磊股份	23.57	0.49	0.96	1.34	48.16	24.56	17.53	0.26	0.44

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2023 年 8 月 15 日收盘价, 鑫磊股份盈利预测来自信达证券研发中心, 其他公司盈利预测为万得一致性预期

综上, 我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 11.28/15.28/19.31 亿元, 同比 +58.3%/+35.4%/+26.4%; 23-25 年归母净利润分别为 1.51/2.11/2.81 亿元, 同比 +96.1%/+40.1%/+32.9%; 23-25 年对应 PE 分别为 24.56/17.53/13.19 倍。PEG 小于同业平均, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

五、风险提示

产能建设不及预期：由于从募集资金投资项目论证完成到募集资金到位、项目建成达产的周期较长，在此期间上述各项因素均有可能发生较大变化。如果出现产能建设项目实施进度落后的情形，可能会对项目的预期收益和投资回报造成不利影响。

产品创新迭代不及预期：空气压缩机及离心式鼓风机等空气动力设备相关技术革新迅速，公司需要不断进行技术更新和产品升级。如果公司不能及时提高技术水平、优化生产工艺，并实现先进技术成果顺利转化为新产品，则可能会影响公司的市场优势地位，进而对公司的成长性和盈利能力造成不利影响。

市场推广不及预期：高端节能型空压机和鼓风机生产技术工艺要求较高，能耗优势和效率优势明显，开始逐步替代传统低端产品，目前行业内生产企业相对较少，市场前景广阔。如果公司螺杆机、离心鼓风机等高效节能产品在未来市场开拓中未能占领先机，快速形成较强的市场竞争力和品牌影响力，则可能会对公司未来业务持续发展造成不利影响。

原材料价格波动：公司产品的主要原材料为钢板、电机定转子、变频器、包装材料、漆包线、换热器、曲轴箱毛坯、机头转子铸件、冷却风扇等，直接材料占比较高，价格波动对公司产品成本的影响较大。若未来原材料价格大幅上涨，将可能对公司经营业绩造成不利影响，毛利率存在下滑风险。

国际贸易环境及汇率波动：公司外销收入占比约四成，且出口国家较为分散，国际贸易环境及汇率波动可能会影响公司外销业务收入及利润率。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	384	524	1,276	1,545	2,031
货币资金	50	97	661	752	1,062
应收票据	0	14	21	29	37
应收账款	84	161	252	339	427
预付账款	11	12	19	25	31
存货	167	142	218	289	358
其他	71	98	104	110	115
非流动资产	245	221	444	550	505
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	191	176	277	430	425
无形资产	32	31	31	30	29
其他	22	14	137	90	50
资产总计	629	746	1,720	2,095	2,537
流动负债	291	332	505	669	830
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	125	198	306	409	509
应付账款	111	69	106	141	176
其他	55	65	92	119	144
非流动负债	10	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他	10	9	9	9	9
负债合计	301	341	514	677	838
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	328	405	1,206	1,417	1,698
负债和股东权益	629	746	1,720	2,095	2,537

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	821	712	1,128	1,528	1,931
同比(%)	12.2%	-13.2%	58.3%	35.4%	26.4%
归属母公司净利润	60	77	151	211	281
同比(%)	-9.5%	27.4%	96.1%	40.1%	32.9%
毛利率(%)	21.2%	27.6%	29.3%	30.4%	31.4%
ROE%	18.4%	19.0%	12.5%	14.9%	16.5%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.49	0.96	1.34	1.79
P/E	61.35	48.16	24.56	17.53	13.19
P/B	11.30	9.15	3.07	2.61	2.18
EV/EBITDA	28.03	22.53	14.89	10.36	7.35

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	821	712	1,128	1,528	1,931
营业成本	647	516	797	1,063	1,324
营业税金及附加	5	6	10	14	18
销售费用	43	43	68	95	122
管理费用	24	24	37	53	70
研发费用	34	36	54	76	98
财务费用	1	-2	-3	-7	-9
减值损失合计	-4	-1	-2	-3	-3
投资净收益	1	0	0	0	0
其他	2	-2	3	2	3
营业利润	64	85	165	232	308
营业外收支	1	-1	1	0	0
利润总额	65	84	165	232	308
所得税	5	7	15	21	27
净利润	60	77	151	211	281
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	60	77	151	211	281
EBITDA	97	119	204	285	360
EPS(当年)(元)	0.51	0.65	0.96	1.34	1.79

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	28	68	178	257	325
净利润	60	77	151	211	281
折旧摊销	33	33	42	60	60
财务费用	2	-2	0	0	0
投资损失	-1	0	0	0	0
营运资金变动	-73	-50	-19	-20	-22
其它	6	9	4	6	6
投资活动现金流	-36	-27	-264	-165	-15
资本支出	-11	-9	-265	-165	-15
长期投资	-25	-18	0	0	0
其他	0	0	1	0	0
筹资活动现金流	-4	-1	651	0	0
吸收投资	0	0	698	0	0
借款	104	44	0	0	0
支付利息或股息	-1	0	-47	0	0
现金流净增加额	-13	40	564	91	310

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。