



## 家用水泵龙头，业绩稳定增长

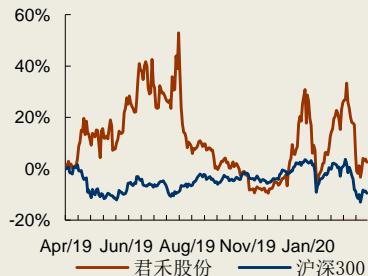
——君禾股份 (603617) 深度报告

公司评级：增持 | 维持

报告日期：2020-04-10

近12个月最高/最低(元)	21.5/12.1
总股本(百万股)	142.5
流通股本(百万股)	43.36
流通股比例(%)	30.43
总市值(亿元)	22.6
流通市值(亿元)	6.88

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：华晋书

执业证书号：S0010119040018

邮箱：huajs@hazq.com

### 相关报告

- 1.《华安证券\_公司研究\_公司业绩点评\_君禾股份 (603617)：北美订单滞后导致业绩波动，欧洲市场逐步恢复》2019-11-22
- 2.《华安证券\_公司研究\_公司业绩点评\_君禾股份 (603617)：欧洲市场波动影响中报业绩，下半年有望好转》2019-08-21
- 3.《华安证券\_公司研究\_公司业绩点评\_君禾股份 (603617)：不惧贸易战影响，北美市场增长迅速》2019-05-15

### 主要观点：

#### □ 公司是国内家用水泵龙头，业绩增长稳定，送转彰显发展信心

君禾股份是国内家用水泵行业龙头，产品以潜水泵、花园泵为主，公司在欧洲及北美市场保持稳定增长。公司3月31日发布年报，2019年公司实现营业收入6.73亿元，同比增长5.56%，归母净利润0.75亿元，同比上升9.09%，公司同时计划每10股转增4股并派现1.6元。

#### □ 全球水泵市场稳定增长，公司有望受益

预计到2024年水泵市场总规模将达到665.1亿美元，欧洲和北美需求尤为突出。欧洲地区从中国进口的离心泵数量稳定在75%左右，而北美地区目前仍在60%以下，有较大市场空间。公司有望充分受益于全球家用水泵市场的增长。

#### □ 北美市场成公司业绩新增长点，转债发行助力产能翻倍

欧洲市场是公司主要的收入来源，但近年来增速放缓。公司在保持欧洲市场稳定的同时，大力拓展北美市场，成效显著，2019年公司在北美市场取得收入1.53亿元，同比增长20%，占总收入比重上升至23%。可转债的顺利发行将使公司产能翻倍，有利于公司对北美市场的深入拓展，经济效益良好。

#### □ 投资建议

公司在欧洲市场稳定增长的同时在北美市场实现高速发展，叠加原材料价格仍在低位，人民币汇率有利公司出口。预计公司2020-2022年实现归属母公司所有的净利润0.85、0.98、1.13亿元，对应EPS为0.46、0.54、0.62元，对应PE分别是35、30、26倍，维持“增持”评级。

#### □ 风险提示

- (1) 上游原材料价格上涨；(2) 汇率波动；(3) 疫情影响

### 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	673	753	863	989
收入同比(%)	6%	12%	15%	15%
归属母公司净利润	75	85	98	113
净利润同比(%)	9%	13%	16%	15%
毛利率(%)	26.0%	26.0%	26.2%	26.1%
ROE(%)	12.7%	11.8%	12.3%	12.6%
每股收益(元)	0.53	0.46	0.54	0.62
P/E	30	35	30	26
P/B	3.85	3.24	2.90	2.58
EV/EBITDA	15	27	24	21

资料来源：wind、华安证券研究所

# 目 录

1 深耕行业二十载，铸就家用水泵龙头 .....	4
1.1 家用水泵出口龙头，不断拓展国际市场 .....	4
1.2 公司股权集中，高管持股比例高 .....	4
1.3 以水泵业务为核心，产品品类丰富 .....	5
1.4 公司为纯出口企业，业绩稳定增长 .....	5
2 全球水泵市场空间巨大，国内出口将稳步增长 .....	7
2.1 全球水泵市场不断扩大，欧美需求突出 .....	7
2.2 产业转移趋势明显，国内出口产品技术要求高 .....	9
2.3 家用水泵消费属性强，产品有明显季节性 .....	10
3 国内家用水泵龙头，北美市场增长迅速 .....	11
3.1 公司产品以家用为主，研发水平高确保行业领先 .....	11
3.2 公司龙头地位稳定，行业分散 .....	13
3.3 无惧贸易战，北美市场增长迅速 .....	14
3.4 欧洲市场略有波动，但整体稳定 .....	15
3.5 公司客户均为欧美知名厂商，合作关系稳定 .....	16
4 转债项目助力产能翻倍，公司经营再上新台阶 .....	17
5 2019 年业绩稳定增长，疫情影响有限，送转彰显业绩信心 .....	18
6 盈利预测与风险提示 .....	19
6.1 盈利假设 .....	19
6.2 风险提示 .....	20

# 图表目录

图表 1 君禾股份发展历程 .....	4
图表 2 君禾股份股权结构 .....	4
图表 3 公司主要产品及功能 .....	5
图表 4 君禾股份营业收入及同比增长 .....	5
图表 5 君禾股份归母净利润及同比增长 .....	5
图表 6 君禾股份各业务毛利率、净利率情况 .....	6
图表 7 君禾股份期间费用率 .....	6
图表 8 君禾股份经营性现金流情况 .....	6
图表 9 君禾股份应收账款及应收账款周转率情况 .....	6
图表 10 君禾股份近年各项业务占比变化情况 .....	7
图表 11 君禾股份 2019 年各项业务占比 .....	7

图表 12 君禾股份近年国内外收入情况.....	7
图表 13 君禾股份国内外收入占比情况.....	7
图表 14 全球水泵行业规模 .....	8
图表 15 欧盟国家进口离心泵数量.....	8
图表 16 北美国家进口离心泵数量.....	8
图表 17 中国民用离心泵出口额 .....	9
图表 18 水泵行业核心技术.....	10
图表 19 水泵行业消费与生产区域.....	10
图表 20 各水泵品类图示及用途.....	11
图表 21 公司产品应用场景 .....	12
图表 22 君禾股份研发费用及占总收入比重.....	13
图表 23 君禾股份研发人员数量 .....	13
图表 24 2017 年出口交货值排名 (万元) .....	13
图表 25 2018 年出口交货值排名 (万元) .....	13
图表 26 公司在行业内面临的主要竞争对手的简要情况 .....	14
图表 27 北美市场收入情况 .....	15
图表 28 公司北美地区水泵应用场景广泛.....	15
图表 29 欧洲市场收入情况 .....	16
图表 30 公司合作商均为欧美知名厂商.....	17
图表 31 公司发展战略示意图 .....	18
图表 32 公司分业务收入及毛利率测算.....	19
图表 33 公司盈利预测 .....	19

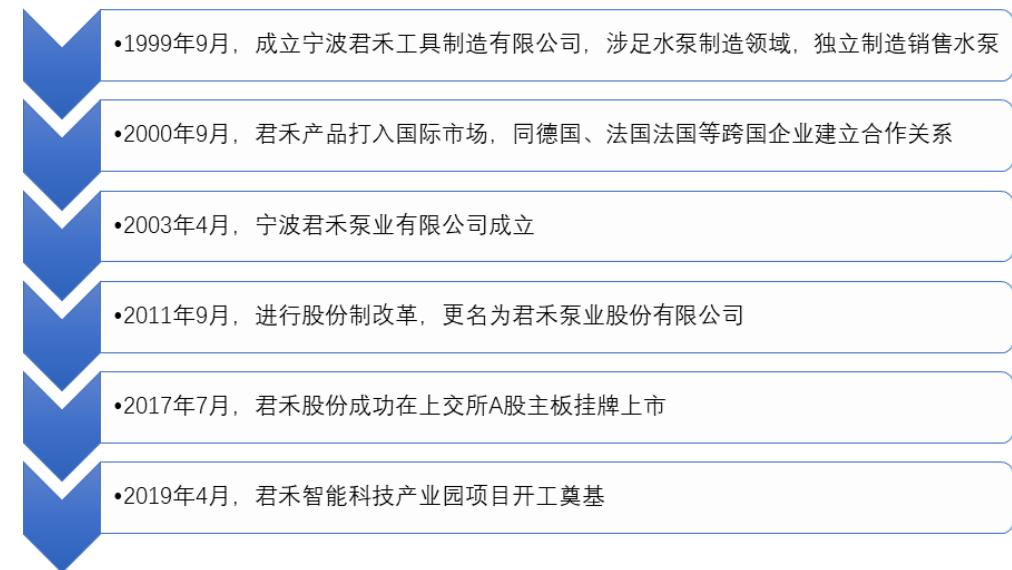
# 1 深耕行业二十载，铸就家用水泵龙头

## 1.1 家用水泵出口龙头，不断拓展国际市场

君禾股份是一家专业从事研发、生产和销售家用水泵的高新技术企业。产品主要包括潜水泵、花园泵、深井泵、喷泉泵等四大系列。公司近几年出口排名稳居行业前三，是家用水泵龙头企业。

公司不断拓展国际市场，产品远销欧洲、美洲、澳洲等地区。近年来，在中国倡导的“一带一路”建设的推进下，公司进一步深化国际市场，以其合理的价格、可靠的质量和优良的服务深受客户的好评。

图表 1 君禾股份发展历程

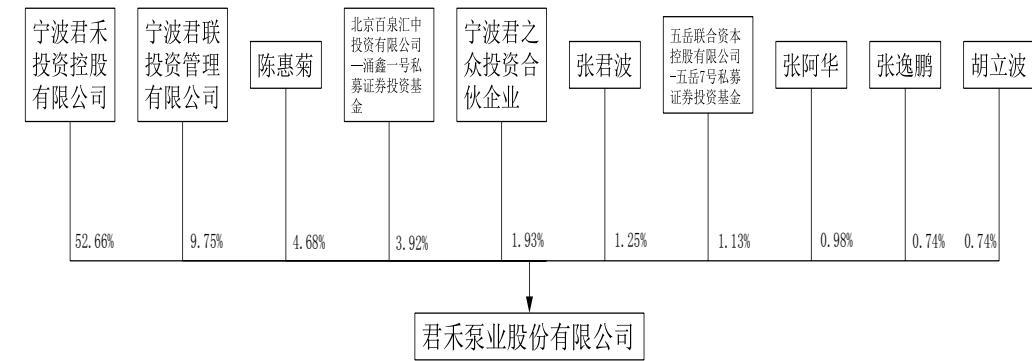


资料来源：公司官网、华安证券研究所

## 1.2 公司股权集中，高管持股比例高

公司创始人董事长张阿华先生、陈惠菊女士及董事张君波先生通过宁波君禾投资控股有限公司持有公司 52.66% 股份，通过宁波君联投资管理有限公司持有公司 9.75% 股份。此外，三位自然人还直接持有公司 0.98%、4.68% 和 1.25% 股份。三位自然人股东直接和间接合计持股比例为 69.32%，公司股权结构稳定，有利于公司生产经营的稳定以及相关战略的实施。

图表 2 君禾股份股权结构



资料来源：公司官网、华安证券研究所

### 1.3 以水泵业务为核心，产品品类丰富

公司目前仍以主业水泵业务为核心，主要产品包括潜水泵和花园泵，其他产品还包括深井泵和喷泉泵。

潜水泵应用最广，是提水的重要设备。使用时整个机组潜入水中工作，把地下水提取到地表，应用于生活用水提取、矿山抢险、工业冷却、农田灌溉、海水提升、轮船调载等场景，还可用于喷泉景观。公司的潜水泵以家用泵为主，主要应用于欧美发达国家家庭排水排污，近年来公司开发的不锈钢潜水泵系列产品凭借优良的性价比成功进入北美市场，并且增长迅速。

花园泵欧洲市场应用较广，可用于吸抽地下水，收集的雨水，花园灌溉等用途。花园泵因其主要在庭院灌溉中使用，因此每年春夏秋三季使用较多，有明显的季节性，近年来欧洲市场仍能保持稳定增长。

公司生产的深井泵为多级离心深井泵，以不锈钢为泵体主要材质。主要用于少水地区抽吸地下水，供农业、园林和居民用水，公司生产的深井泵可适用于20-120米的井深。喷泉泵主要用于花园水池、鱼缸增氧、过滤及景观效果。该产品电机选用磁钢转子，能够达到节能效果，并且喷泉泵拆卸、清洗方便。

图表 3 公司主要产品及功能

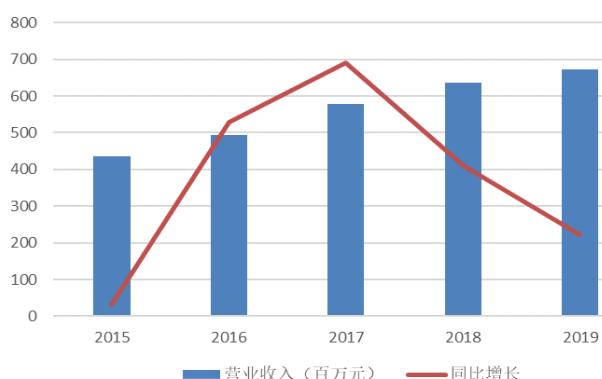
主要产品	主要功能
潜水泵	较多地应用于家庭水循环处理、园林、井下提水等
花园泵	可用于低层建筑供水、浇灌草坪、园林花木、清洗等，与潜水泵的区别是小流量大扬程
喷泉泵	用于花园水池、鱼缸增氧、过滤及景观效果
深井泵	用于少水地区抽吸地下水，供农业、园林和居民用水，可适用于20-120米的井深

资料来源：公司官网、华安证券研究所

### 1.4 公司为纯出口企业，业绩稳定增长

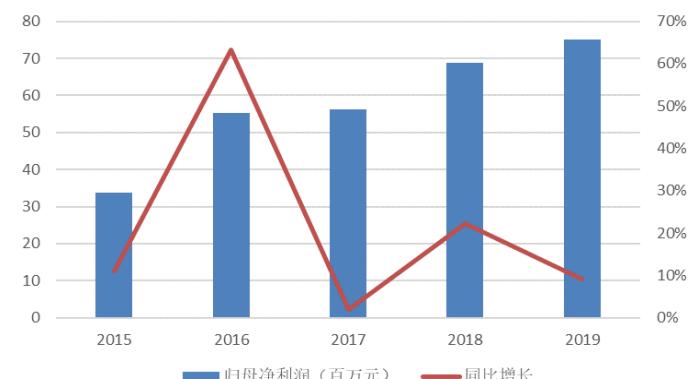
公司近5年业绩稳定增长。公司营业收入由2015年的4.35亿元增长至2019年的6.73亿元，复合年均增长率为9.09%。归母净利润由0.33亿元增长至0.75亿元，复合年均增长率为17.3%，公司近年来收入和归母净利润一直保持稳定增长。

图表 4 君禾股份营业收入及同比增长



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 5 君禾股份归母净利润及同比增长



资料来源：wind、华安证券研究所

公司盈利能力强，现金流情况较好。公司从 2015 年到 2019 年，综合毛利率一直保持在 24% 以上，净利率也一直稳定提升。2019 年公司的毛利率为 26%，净利率为 11.16%。公司净利率稳步提升的主要原因在于对成本以及费用的控制较好。

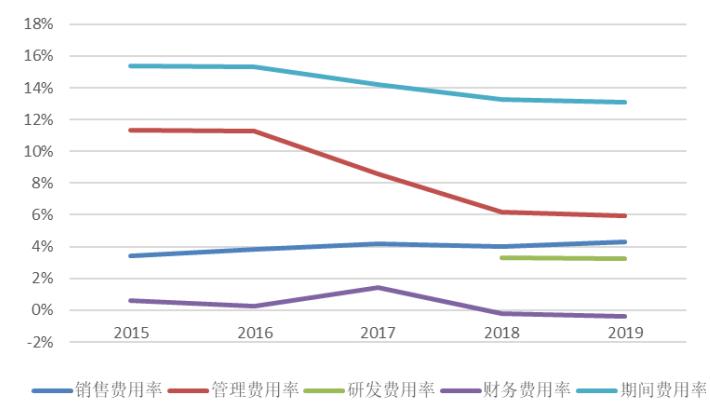
从 2015 年开始，公司近 5 年的期间费用率整体稳中有降，拆分来看，除销售费用率一直呈上升趋势外，管理费用率和财务费用率均出现下降。销售费用率一直上升的原因是公司不断推出新产品和开拓海外市场。财务费用率则因为受汇兑损益影响财务费用为负。

公司应收账款周转率近年来稳中有升，应收账款绝对数额同比增长也低于收入的增长，体现了公司良好的回款能力。2019 年公司的应收账款为 1.59 亿元，占收入比重为 23.7%，应收账款周转率为 5.08 次。

图表 6 君禾股份各业务毛利率、净利率情况



图表 7 君禾股份期间费用率



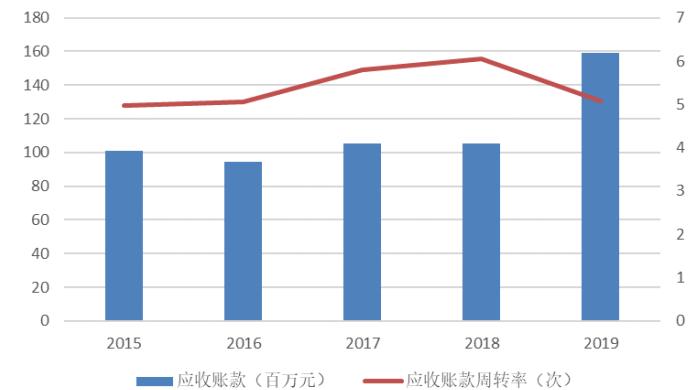
资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

图表 8 君禾股份经营性现金流情况



图表 9 君禾股份应收账款及应收账款周转率情况



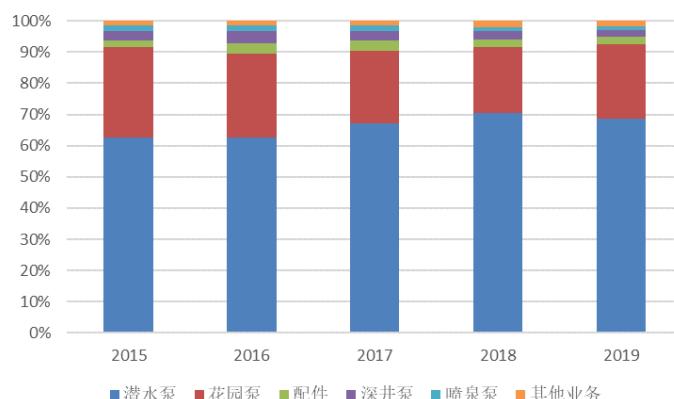
资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

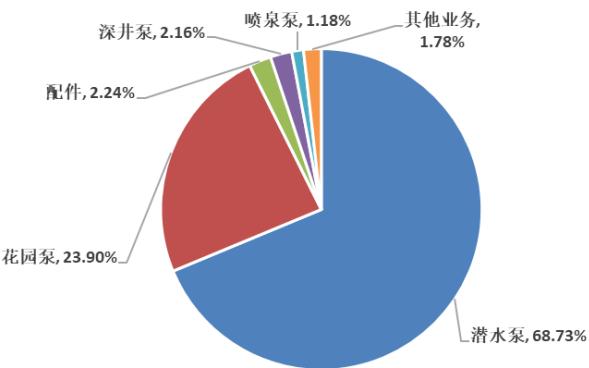
分产品来看，潜水泵对公司的业绩贡献逐年增大，2019 年实现收入 4.62 亿元，占总收入的比重从 2015 年的 62.6% 上升到 68.73%。花园泵 2019 年实现收入 1.61 亿元，占比总体下降，从 2015 从年占总收入 29.06% 下降到 23.9%。花园泵主要运用在欧洲地区家庭庭院灌溉，大多在春夏季节使用，拥有较强的季节性，而潜水泵尤其是排污用污水泵的占比提升将减弱公司收入的季节性。

分地区来看,公司收入以出口为主,近5年的出口占比基本维持在97%左右。公司在保持欧洲地区稳定增长的同时,在北美地区实现了高速增长。2019年公司在北美地区实现收入1.53亿元,同比增长19.57%。

图表 10 君禾股份近年各项业务占比变化情况

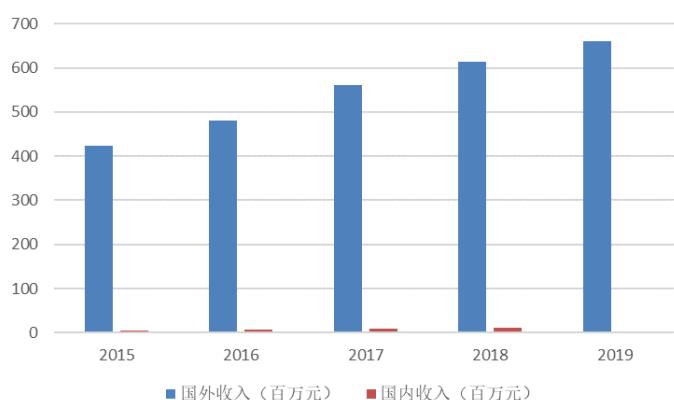


图表 11 君禾股份 2019 年各项业务占比



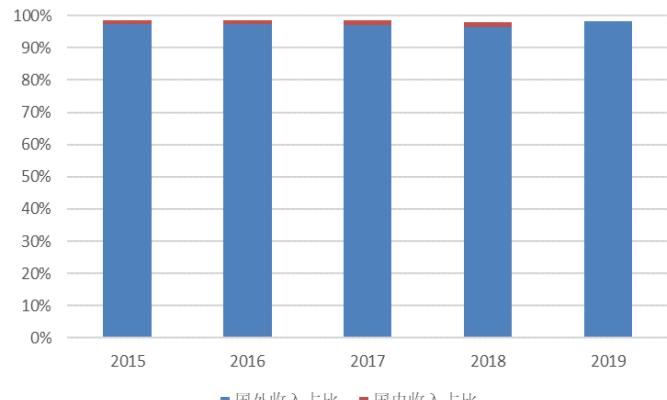
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 12 君禾股份近年国内外收入情况



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 13 君禾股份国内外收入占比情况



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

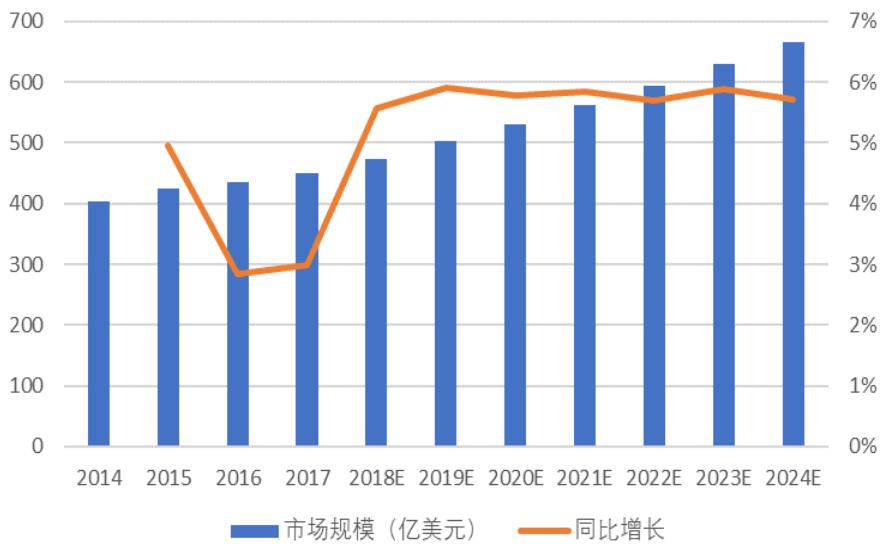
## 2 全球水泵市场空间巨大,国内出口将稳步增长

### 2.1 全球水泵市场不断扩大,欧美需求突出

全球泵产业近年来一直处于增长发展期,市场规模持续扩大,技术水平不断提高。根据 Zion Market Research 和 P&S Market Research 发布的统计数据:2017年全球水泵市场规模达到449亿美元,较2014年404亿美元增长11%。预测2018~2024年,全球水泵市场规模增速将达到5.29%,到2024年水泵市场规模达到665.1亿美元。

公司作为行业的龙头企业,多年来出口额一直稳居行业前三,2017年出口交货值升至行业第2。公司凭借产品优异的性能以及合理的价格在与国内外同行的竞争中占得优势,受到欧美客户的认可,未来公司也将受益于全球水泵市场的稳定发展。

图表 14 全球水泵行业规模

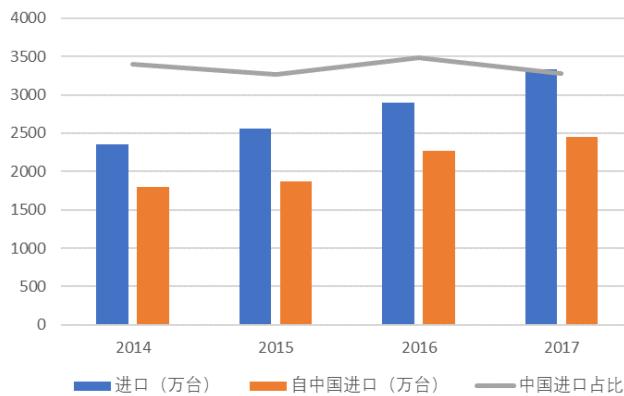


资料来源：Zion Market Research；P&S Market Research、华安证券研究所

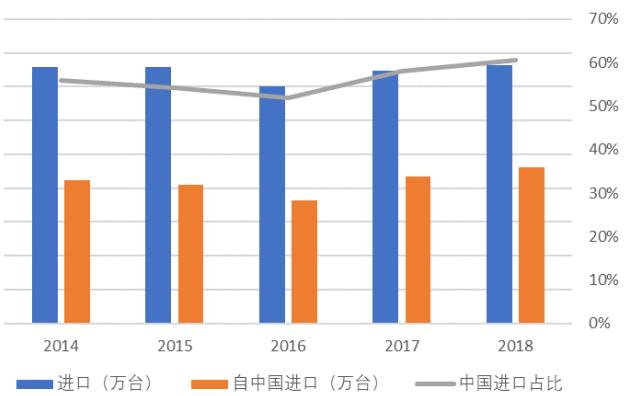
全球泵行业呈现高度集聚特点，主要集中在以美国为代表的美洲市场，以德国、英国为代表的欧洲市场和以中国、日本为代表的亚洲市场三大板块。全球知名泵业公司主要聚集在欧美国家，由于行业起步较早，掌握着核心技术，是高端泵产品的主要提供方，同时也是泵产品的重要需求方。根据 McIlvaine 公司《泵业市场资讯》，世界前 10 家泵产品生产厂商的销售额约占世界泵市场总量的 50%。与世界泵业市场相比，我国泵业市场企业数量较多，集中度相对较低，没有市场地位显著突出的综合性泵业集团，产品主要以通用、中低端为主。

公司家用水泵分类上属于小型离心泵，是水泵产品体系的重要组成部分。市场主要集中在欧洲、美洲、大洋洲等发达国家，经过长时间的积累，市场已进入成熟阶段。家用水泵作为家庭必需品被广泛应用于家庭供排水、排污，园林和农业灌溉，居家清洗和美化等领域，普及率很高，客户通常 1-2 年更换一次，新增购买需求和换购需求促使产品销售持续增长，市场需求增长较为稳定。

图表 15 欧盟国家进口离心泵数量



图表 16 北美国家进口离心泵数量



资料来源：联合国商品贸易统计数据库、华安证券研究所

资料来源：联合国商品贸易统计数据库、华安证券研究所

欧洲和北美地区是小型离心泵需求最大的两个市场，需求总体上呈现出稳定增长的趋势。欧洲地区从中国进口的离心泵数量稳定在 75% 左右，处于较高水平。但北美地区目前仍在 60% 以下，与欧洲市场相比仍存在较大的市场空间。随着美国经济逐渐从金融危机中恢复，预计未来北美地区市场也将保持增长趋势，我国公司将有更大的市场机会。

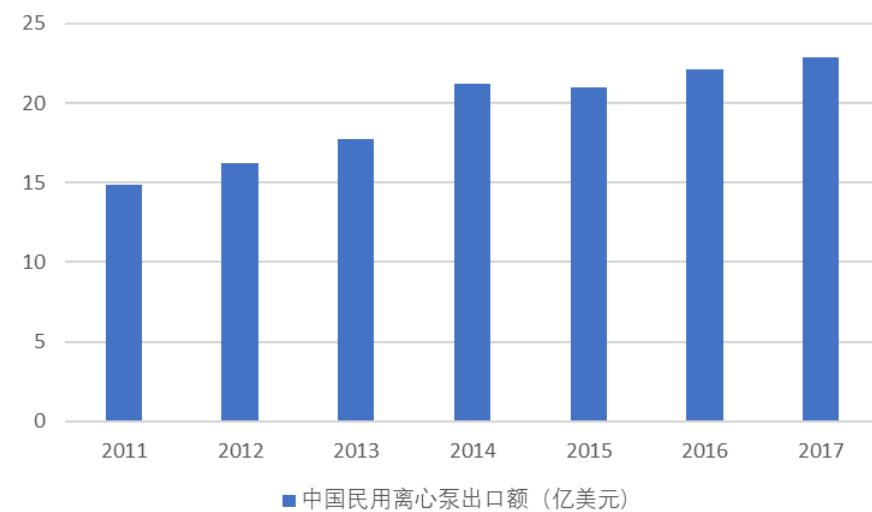
## 2.2 产业转移趋势明显，国内出口产品技术要求高

我国水泵行业较欧美发达国家起步较晚，但是随着近年来国民经济的发展，水泵行业从研发、设计、生产都发展迅速。近年来国外销售商到国内采购水泵产品的数量及金额稳定增长，国内产品凭借高性价比获得国外销售商的青睐。

我国已经成为全球最大的水泵生产基地，目前，我国各类泵制造企业超过 6000 家，规模以上（年销售规模超过 2000 万元）泵生产企业达 1249 家，形成了相当大的生产规模，具备了相对完善的技术、生产体系。根据中国通用机械工业协会统计，2018 年我国规模以上（年销售规模超过 2,000 万元）泵生产企业完成主要产品产量 1.15 亿台，同比增长 3.07%；实现主营业务收入 1814.7 亿元，同比增长 9.57%；实现利润总额 134.78 亿元，同比增长 9.57%。

根据联合国商品贸易统计数据库显示，自 2014 年至 2017 年，我国离心泵出口额由 21.17 亿美元增至 22.90 亿美元。

图表 17 中国民用离心泵出口额



资料来源：联合国商品贸易统计数据库、华安证券研究所

家用水泵在我国国内应用场景较少，因此我国家用水泵行业属于外向型产业，绝大部分产品供出口。我国水泵制造企业主要集中在华东地区，尤其是温岭、宁波地区。我国水泵制造企业数量较多，总体的技术水平参差不齐、装备水平制造工艺差距较大。众多小型厂商以组装为主，缺乏相应的产品设计研发能力，产品难以达到出口标准，主要供应我国农村地区。

高昂的生产成本迫使欧美发达国家不断向发展中国家进行产业转移。欧洲家用水泵制造已基本转移至中国等发展中国家，需求基本依靠进口，北美家用水泵制造能力正在持续转移中。中国企业在此过程中受益，但多数企业还是依靠人工作业，产品难以满足国外市场对家用水泵性能的需求。水泵行业的核心技术包括

注塑、密封及检测等，这三项技术的水平决定了水泵产品性能的优劣。我国水泵行业出口企业大多也是针对这三项技术进行改造和创新以达到出口要求。

图表 18 水泵行业核心技术

核心技术	行业领先企业技术优势
注塑	行业领先企业普遍使用的模具采用精密成型技术、激光相变硬化处理、数控高速切削加工、快速原形模具技术及特种加工技术等，以改善模具的加工精度与制造质量，提高模具生产效率，从而提高注塑生产效益。
密封	目前行业内企业主要在密封件选择、产品组装和密封性测试环节保障水泵的密封性能符合规定要求。行业领先企业除了选用高质量密封件，还通过改进产品装配设备性能，提高产品的密封性能。
检测	行业内企业检测部门对装配完成的产品，进行包括密封性测试、耐高电压测试、接地电阻测试以及性能测试在内的检验和测试；以国外市场为主的领先企业，通常还设有通过进口国质量与安全控制标准的实验室，对产品进行全方位检测。

资料来源：公司公告、华安证券研究所

### 2.3 家用水泵消费属性强，产品有明显季节性

家用水泵区别于传统农用泵最大的特点在于消费属性较强，产品主要应用于庭院的灌溉和排水排污，有稳定的更新需求，并无明显的周期性特征。在欧美等发达国家，家用水泵广泛应用于居民日常生活，普及率很高，属于家庭必需品，客户通常 1-2 年更换一次，新增购买需求和换购需求促使该类产品的销售持续增长。在我国，随着经济水平的提高，居民居住环境及消费习惯的改变，家用水泵也将逐步进入家庭消费品的行列。家用水泵产品市场还受到消费者消费升级和技术更新换代的影响。

家用水泵行业的区域性比较突出，随着中国水泵制造能力的提高，国外水泵客户纷纷转向国内寻找合格供应商建立合作关系，并且一些国外知名厂商直接把生产基地建立在中国，在欧洲保留研发、销售和服务部门。

图表 19 水泵行业消费与生产区域

	主要国家
主要消费区域	德国、法国、英国、意大利、荷兰、俄罗斯、美国、加拿大、日本、澳大利亚、新西兰等
主要生产区域	中国、意大利、美国、日本等

资料来源：华安证券研究所

国内市场来看，我国家用水泵制造地主要分布在华东地区和华北地区。由于华东地区具有发达的民营经济、完善的制造业、便捷的出口码头，所以华东地区聚集了众多的水泵制造企业。

家用水泵具有较为明显的季节性，由于本行业的产品多用于家庭抽水、园林灌溉和泳池排水等，所以每年春夏秋三季为需求旺季，冬季需求较小。与终端消费市场季节性特征相关联，终端消费市场家用水泵经销商一般在上年四季度和当年一、二季度进行采购，因此，作为制造商，每年一、二、四季度为生产销售旺季，三季度为淡季。

### 3 国内家用水泵龙头，北美市场增长迅速

#### 3.1 公司产品以家用为主，研发水平高确保行业领先

公司产品的主要产品为潜水泵和花园泵在内的家用水泵为主。家用水泵产品与传统农用泵差别较大，家庭泵主要用于排水排污以及庭院的灌溉等。

公司潜水泵按适用环境分为清水潜水泵和污水潜水泵，按主要材质分为塑料潜水泵、不锈钢潜水泵和铸铁潜水泵。产品配套的控制开关有二种：浮子开关和电子感应开关；使用时将潜水泵放入水中，浮子开关漂浮在水面上，潜水泵开始运转，抽吸池塘水、游泳池水、井水等清水和泥浆水，浮子开关随着水位下降而自动关闭潜水泵，使用方便。如果配套的是电子感应开关，是通过感应探头来判定水位变化来实现水泵的开停机；潜水泵较多地应用于农业、养殖、园林、井下提水等。

公司生产的花园泵根据结构不同分为单机花园泵、带电子压力开关花园泵和带罐及机械压力开关花园泵。电子感应开关和机械压力开关能够实现水泵的自动控制，提高使用的便捷性，并且具有低噪音和可靠性的特点。花园泵可用于低层建筑供水、浇灌草坪、园林花木、清洗等，与潜水泵的区别是小流量大扬程。

图表 20 各水泵品类图示及用途

产品	图示	用途
清水潜水泵		主要应用于生活排涝、排污，园林池塘换水、农业、园林浇灌、井下提水等，适用于抽吸园林池塘里的清水和比较干净的井水来浇灌草坪、园林花木，或抽吸生活污水、园林水池带污泥的池水、比例不是很高的泥浆水。
潜水泵		
污水潜水泵		
单机花园泵		
带电子压力开关花园泵		主要应用于抽吸地下水、平时收集的雨水，供给郊区房子需求的非饮用水，如冲洗用水、卫生间用水；这款产品与带电子压力开关的区别主要是通过机械式压力开关控制，并且多了一个储水的压力罐。
花园泵		
带罐及机械压力开关花园泵		

深井泵



细长型结构布局，轴向多极叶轮水力结构，主要应用于抽吸少水地区较低的地下水，供园林、农业和居民用水；分体式深井泵潜水深度可以达到 50 米以上。

喷泉泵



主要应用于花园水池景观用，可以产生各种各样的喷泉形状如瀑布、泡沫水柱等同时附加过滤池水中的微生物净化水质，并给水池增氧，活化小池塘的水质。

资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 21 公司产品应用场景

### 产品应用场景

#### 潜水泵应用场景

01



#### 花园泵应用场景

02

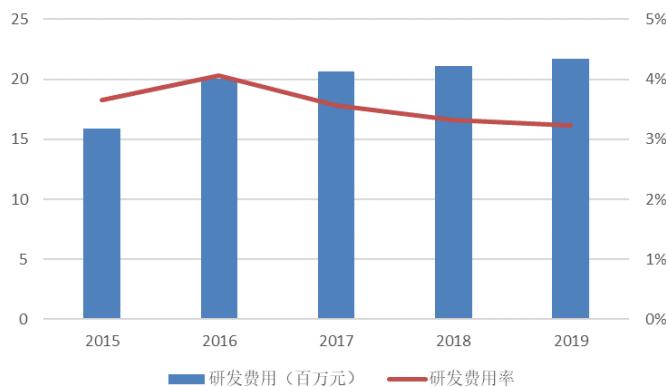
资料来源：公司官网、华安证券研究所

目前国内家用水泵行业竞争日趋激烈，技术发展趋势越来越与全球行业技术水平一致。针对国内家用水泵行业的现状，公司多年以来坚持技术领先的理念，在引进吸收先进工艺基础上，结合公司具体生产条件不断创新改进，在长期生产实践中不断积累沉淀，通过引进先进生产设备和自主研发设计了一系列新产品、核心技术及关键生产工艺，在国内同行业中处于领先地位。

2018 年公司的研发费用为 0.21 亿元，占总收入的比重为 3.32%，2019 研发

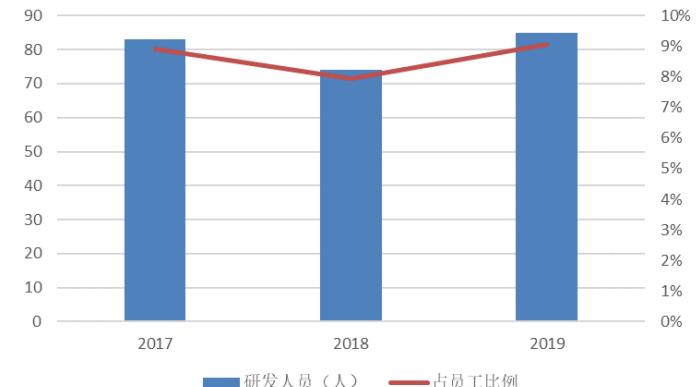
费用为 0.22 亿元，占收入比重为 3.23%，基本与上年持平。公司研发人员数量总体呈上升趋势，公司 2019 年共有研发人员 85 人，占总员工的比例为 9.06%，保证了公司在技术水平上一直处于行业领先水平。

图表 22 君禾股份研发费用及占总收入比重



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 23 君禾股份研发人员数量

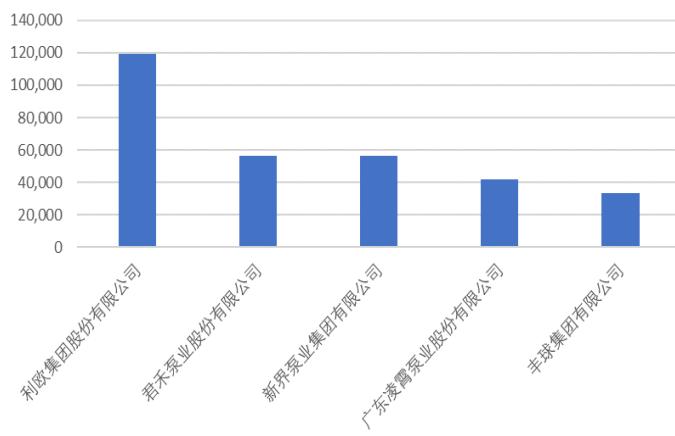


资料来源：wind、华安证券研究所

### 3.2 公司龙头地位稳定，行业分散

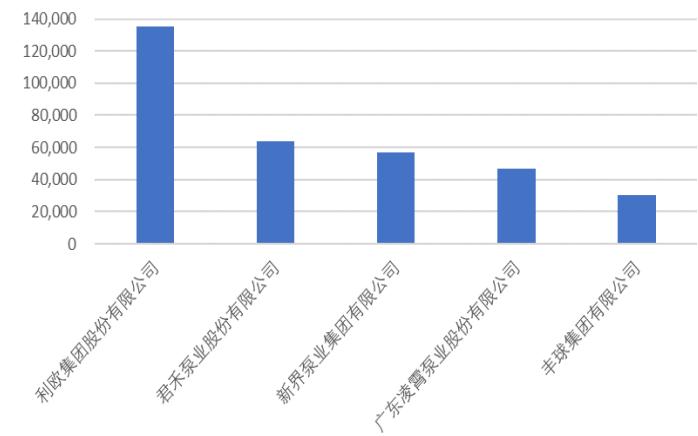
近年来水泵行业出口情况呈现总体向上的趋势，但是行业内各公司情况不一，君禾股份近三年来出口额增速明显高于行业内其他公司，出口额一直稳居行业前三，在 2018 年公司出口额达到 6.38 亿元，超越新界泵业成为行业出口第二，但是据第一的利欧股份仍有差距。

图表 24 2017 年出口交货值排名（万元）



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 25 2018 年出口交货值排名（万元）



资料来源：wind、华安证券研究所

我国的家用水泵行业制造商主要集中在温岭、宁波及上海地区。虽然我国水泵制造商数量众多，但总体技术水平不高。国内小型水泵行业中规模较大，具有自主研发设计能力，产品质量能够达到欧洲和美国认证水平的上市企业除君禾股份外还包括利欧股份、新界泵业、东音股份等，这些公司与君禾在部分产品上竞争。

图表 26 公司在行业内面临的主要竞争对手的简要情况

公司名称	与公司竞争关系	情况介绍
利欧集团股份有限公司	潜水泵、花园泵产品形成竞争	公司是一家主要从事微型小型水泵和园林机械的研发、设计、制造、销售的公司，是我国最大的微型小型水泵制造商和出口商。
浙江新界泵业股份有限公司	潜水泵产品形成竞争	公司是一家专业生产经营各类水泵及控制设备以及空气压缩机研发的企业，主要产品为农用潜水泵
东音泵业股份有限公司	深井泵产品形成竞争	公司是一家专业从事井用潜水泵、小型潜水泵和陆上泵产品研发、制造和销售的企业，核心产品为井用潜水泵
浙江大元泵业股份有限公司	潜水泵、陆上泵产品形成竞争	公司是一家专业从事小型潜水电泵、井用潜水电泵、陆上泵等农用潜水泵和应用于热水循环、制冷、化工等领域的屏蔽泵产品研发、生产和销售的企业
广东凌霄泵业股份有限公司	民用离心泵产品形成竞争	公司是一家专业从事民用离心泵研发、设计、生产和销售的企业，是我国最大的水上康体及卫浴泵供应商之一

资料来源：wind、华安证券研究所

上述几家上市公司与君禾股份存在一定程度的竞争，但君禾股份主要产品是潜水泵和花园泵，深井泵和喷泉泵占比极小，因此只有利欧股份与公司产品相似程度较高。相较于出口额来说，两家公司占比都较小，直接竞争的情况少，均有很大上升空间。

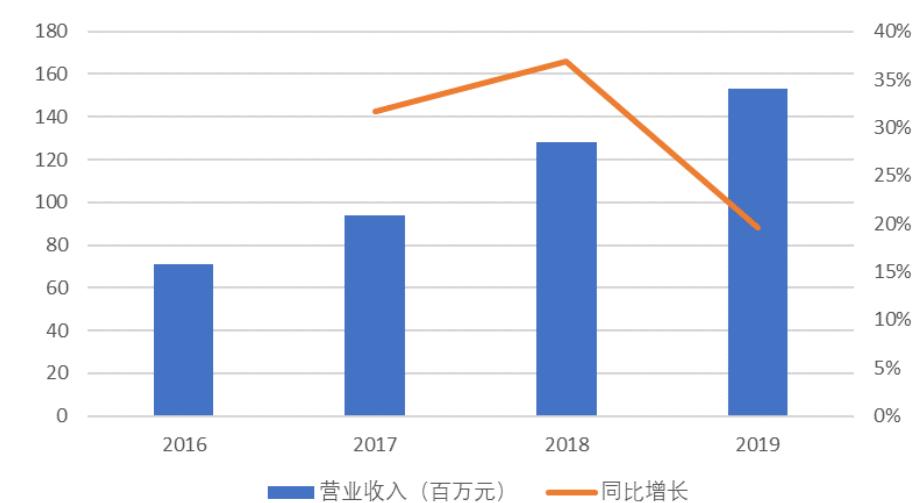
### 3.3 无惧贸易战，北美市场增长迅速

2018年6月15日，美国发布加征关税的商品清单，将对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税，其中，第一批关税清单涵盖340亿美元进口商品，于2018年7月6日12时正式开征。公司生产的家用水泵产品，被纳入此次加征关税的清单之列。

由于公司的产品具有较强的消费属性，加征关税也增加了美国消费者的采购成本。2019年5月30日，美国贸易代表办公室（USTR）做出决定，批准464项针对美国对华301征税340亿清单的产品排除申请，排除期限一年。公司生产的家用水泵产品被列入第五批对华加征关税产品排除清单之列。

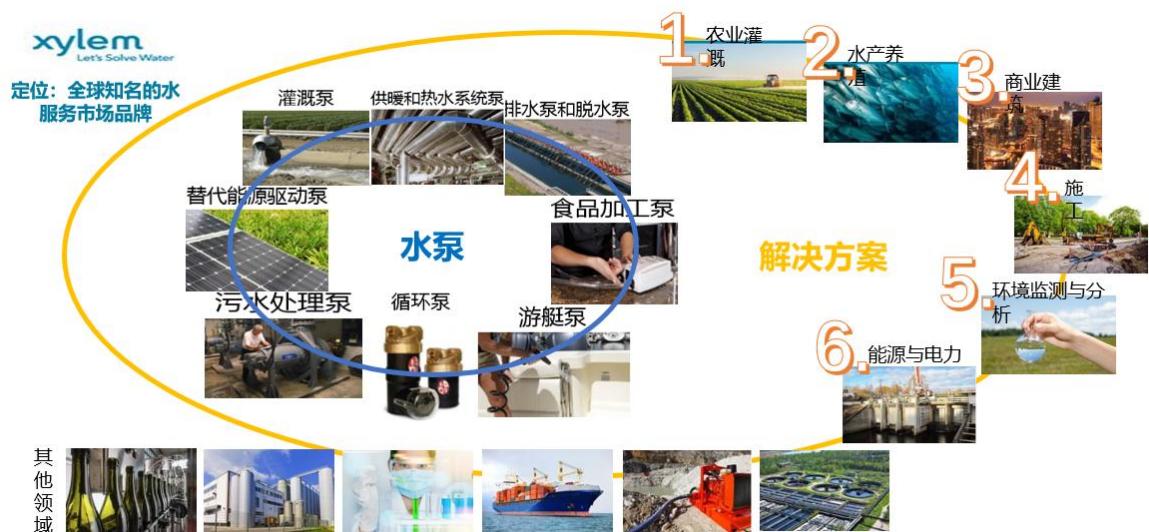
公司在北美的销售以潜水泵为主，主要应用于家庭给排水、排污，客户需要相应的水泵产品才能接入城市给排水系统。潜水泵通常使用寿命在1-2年，需求稳定。公司在北美市场布局较早，设立运营中心，组建营销团队，积极开拓美国市场客户。近年来，公司北美地区的收入持续稳定增长，2019年公司北美地区的收入为1.53亿元，同比增长19.57%，占总收入的比重也提升至22.73%。

图表 27 北美市场收入情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 28 公司北美地区水泵应用场景广泛



2019Q4 北美地区客户和订单表现积极。此前由于客户密集下单导致研发、试样节奏密集，出货滞后的影响基本消除，Q4 出货恢复正常。此外，北美客户已经和公司签订全年的基础订单，以免引起不必要的关税变化导致的订单影响，确保了公司全年北美地区的收入。

从目前来看，对比国外墨西哥、台湾、东南亚、东欧区域来看，国内水泵产业链完整，在人工效率等多方面仍具有一定优势。公司与北美大客户合作进行的研发项目进展顺利，量产可期。叠加水泵产业从墨西哥、东南亚等市场转移至国内的趋势明显，未来在北美市场，公司产品有望超预期。

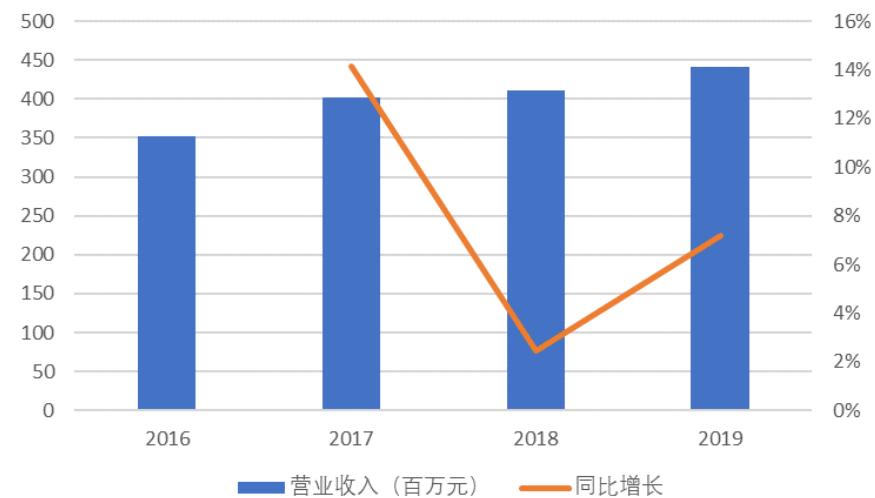
### 3.4 欧洲市场略有波动，但整体稳定

欧洲市场是公司收入的主要来源，公司的花园泵产品主要也销往欧洲，主要应用于家庭管路增压或抽取地下水，园林浇灌，泳池换水等。欧洲市场增长比较

缓慢，主要是因为欧洲地区人口增长趋缓，人口老龄化程度加剧，对水泵类产品的需求增长放缓。2019 年公司在欧洲市场实现收入 4.41 亿元，同比增长 7.2%，占总收入比重为 65.53%。

2019 年前三季度，公司在欧洲市场表现不佳，主要原因是公司在东欧的主要客户进行了渠道调整，导致收入暂时下降。随着 Q4 客户渠道调整完毕，客户已经恢复采购并补充库存。

图表 29 欧洲市场收入情况



资料来源：wind、华安证券研究所

### 3.5 公司客户均为欧美知名厂商，合作关系稳定

新型家用水泵产品市场主要集中在欧洲、美洲和大洋洲，新型家用水泵国内制造厂商产品以出口为主，客户主要为国外水泵品牌制造商、贸易商和连锁超市。由于家用水泵在国外已有较长时间的发展，已形成一些知名水泵品牌和渠道品牌。目前国内制造商采取销售给国外客户，贴国外客户品牌的方式销售。为了保证产品质量稳定和性能优良，国外客户往往需要通过 1 年多的质量认证、试用、小批量订货、大批量采购等环节，才能与国内家用水泵制造厂商建立长期合作关系。

公司是国内领先的家用水泵生产企业，自 2003 年成立以来，一直专注于家用水泵及其配件的研发、设计、制造和销售。主要产品已经取得 GS、CE、EMC、UL 等多项国际产品认证，产品远销欧洲、北美洲等地区，与安海、凯驰、OBI（欧倍德）、翠丰、安达屋、富兰克林等国际知名品牌制造商、贸易商、大型连锁商超等建立了直接合作关系，客户关系长期稳定。

图表 30 公司合作商均为欧美知名厂商

德国凯驰KÄRCHER	年销售额超过二十二亿欧元的世界清洁业巨型跨国集团	
德国爱科AL-KO	德国知名电动工具品牌制造商	
欧倍德OBI	德国最大的专业经营建筑材料、装饰用品、五金工具和花卉园艺产品的超市连锁集团	 
翠丰KINGFISHER	世界第三，欧洲第一的大型国际装饰建材零售集团，为伦交所上市公司	
安达屋ADEO	世界第四、欧洲第二的法国著名的建材超市集团。	
安海EINHELL	年销售额达到4.44亿欧元的德国大型国际贸易商，于1987年在法兰克福证券交易所上市	
TRUPER	北美国际知名电动工具贸易商	 
富兰克林	美国纳斯达克上市公司，世界上最大生产井用潜水电泵的跨国公司之一，也是著名的水泵、潜油泵、汽油泵及专用电机制造商	

资料来源：公司公告、华安证券研究所

## 4 转债项目助力产能翻倍，公司经营再上新台阶

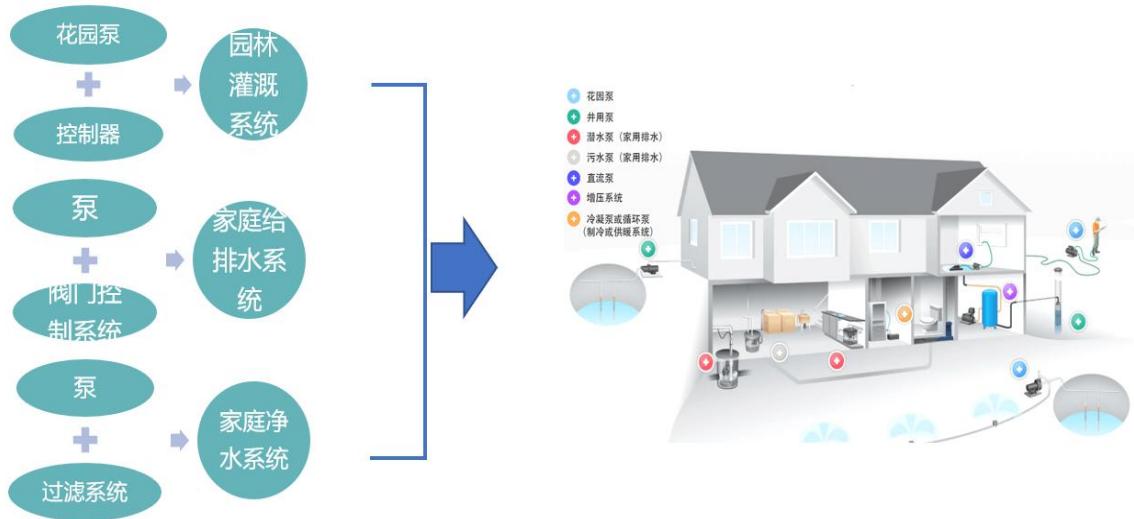
公司近五年产能利用率一直在 100%以上，处于饱和状态。公司近年依靠对生产线的小幅度优化升级、生产工人加班等增加产量的方式难以长久持续。产能不足一方面限制了公司的盈利空间，另一方面也限制了公司承接大订单、服务大客户的业务能力。公司 2018 年全年生产 328.52 万台，产能利用率达到 113.19%，2019 年全年生产 348.14 万台，产能利用率超过 120%，已无法满足新增订单需求。

公司目前已顺利发行 2.1 亿元的可转债用于“年产 375 万台水泵项目”，包括潜水泵 262.5 万台、陆上泵 112.5 万台，潜水泵产能的大幅增加有助于公司对北美市场的开拓。

本项目建成投产后，将显著增加公司生产能力并丰富和扩大公司产品结构，公司也将切入毛利率更高的包括园林灌溉系统、家庭给排水系统和家庭净水系统在内的系统化水泵领域。该项目未来每年有望实现收入 8.9 亿元，公司整体收入有望翻倍，经济效益前景良好。

值得一提的是，本次可转债发行共产生发行费用 402 万元，该部分费用将会资本化，并不会影响公司本年度利润水平。

图表 31 公司发展战略示意图



资料来源：公司公告、华安证券研究所

## 5 2019 年业绩稳定增长，疫情影响有限，送转彰显业绩信心

公司于 2020 年 3 月 31 日发布了 2019 年年报，公司 2019 年实现营业收入 6.73 亿元，同比增长 5.56%，归母净利润 0.75 亿元，同比上升 9.09%，扣非归母净利润 0.7 亿元，同比增长 16.65%。其中 Q4 实现收入 2.02 亿元，同比上升 20.57%，归母净利润 0.21 亿元，同比上升 57.77%，扣非归母净利润 0.18 亿元，同比上升 108.86%。Q4 业绩大幅回暖的主要原因是北美市场继续贡献增量，欧洲市场恢复正常。

公司 2019 年毛利率为 26%，同比上升 1.12pct，毛利率的提升主要是因为原材料主要是钢带、漆包线、PP、铜线等的价格全年稳中有降。公司 2019 年的期间费用率为 13.08%，同比下降 0.19pct，其中销售费用率为 4.3%，管理费用率为 5.92%，研发费用率为 3.23%，财务费用为-248.54 万元。受益于毛利率提升，期间费用率基本稳定，公司 2019 年净利率为 11.16%，同比上升 0.37pct。

2019 年公司在维持欧洲市场稳定增长的同时，保持了北美市场的高速增长。全年北美地区实现收入 1.53 亿元，同比增长 19.57%，欧洲市场实现收入 4.41 亿元，同比增长 7.2%。目前欧美地区疫情较为严重，但分产品来看，主要产品潜水泵在北美、欧洲地区主要用于排水、排污，需求稳定，所受影响很小。花园泵可能会因疫情导致园林灌溉等活动暂时性减少，使订单出现滞后。预计未来北美市场将继续保持较快增长，欧洲市场保持稳健，叠加当前原材料价格总体仍在低位，人民币汇率有利于出口，公司业绩有望保持稳定增长。

公司同时在年报中披露拟每 10 股转增 4 股并派现 1.6 元，在市场波动等因素导致业绩增速放缓的情况下，公司仍坚持送股派现，表明公司管理层对企业业绩持续的增长充满信心。

## 6 盈利预测与风险提示

### 6.1 盈利假设

君禾股份的主要业务由潜水泵和花园泵两大部分组成，主要销往欧美发达国家，我们的预测也基于这两个主要产品进行。

潜水泵业务近年来持续高增长，随着与大客户的合作逐渐深入，叠加墨西哥、东南亚等地区的产能向国内转移的因素，预计未来在北美的市占率将进一步提高。综合考虑，我们给予公司未来三年潜水泵收入的增长率分别为 28%、16%、16%。

花园泵业务近年来增速趋缓，主要是因为欧洲人口增速较慢，但公司产品性价比比较高，市占率稳步提升，叠加东欧地区大客户渠道调整完毕，预计未来三年花园泵增速为 13%、10%、10%。

深井泵和潜水泵并不是公司的主要产品，公司这两项产品的产能也相对较小，预计三年增速为 8%、8%、8%。

图表 32 公司分业务收入及毛利率测算

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	551.0	608.8	752.9	863.2	989.0
潜水泵	387.7	449.7	574.1	666.7	773.1
花园泵	135.2	134.0	151.7	167.2	184.3
深井泵	17.3	17.7	19.1	20.7	22.3
喷泉泵	10.8	7.3	7.9	8.6	9.2
<b>营业收入增速</b>	10.3%	5.6%	11.9%	14.6%	14.6%
潜水泵	16.0%	27.7%	16.1%	16.0%	
花园泵	-0.9%	13.2%	10.2%	10.2%	
深井泵	2.2%	8.0%	8.0%	8.0%	
喷泉泵	-31.9%	8.0%	8.0%	8.0%	
<b>毛利率</b>	24.8%	26.0%	26.0%	26.2%	26.1%
潜水泵	27.0%	25.6%	26.0%	26.4%	26.4%
花园泵	25.6%	22.1%	26.0%	26.0%	26.0%
深井泵	28.5%	25.4%	23.9%	22.4%	20.9%
喷泉泵	29.9%	28.9%	24.6%	20.1%	15.3%

资料来源：wind、华安证券研究所

预计公司 2020-2022 年营业收入为 7.53、8.63 和 9.89 亿元，归母净利润为 0.85、0.98 和 1.13 亿元，对应的 EPS 为 0.46、0.54 和 0.62 元。

图表 33 公司盈利预测

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	637	673	753	863	989
增长率	10%	6%	12%	15%	15%
EBITDA	98	126	114	129	144
归母净利润	69	75	85	99	114
增长率	22%	9%	13%	16%	15%
EPS (元/每股)	0.68	0.53	0.46	0.54	0.62

资料来源：wind、华安证券研究所

## 6.2 风险提示

- (1) 上游原材料价格上涨；(2) 汇率波动；(3) 疫情影响

资产负债表					利润表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	580	718	852	1,005	营业收入	673	753	863	989
现金	257	303	443	497	营业成本	498	557	637	731
应收账款	169	185	162	186	营业税金及附加	6	8	9	10
其他应收款	10	10	11	13	销售费用	29	29	35	40
预付账款	1	1	1	0	管理费用	40	57	69	79
存货	148	214	215	270	财务费用	(2)	1	(0)	(2)
其他流动资产	(6)	5	21	37	资产减值损失	(2)	1	(0)	(0)
非流动资产	333	316	299	278	公允价值变动收益	(1)	(1)	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	150	141	131	122	营业利润	88	98	114	132
无形资产	80	75	70	65	营业外收入	0	2	2	2
其他非流动资	102	101	97	91	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	913	1,035	1,150	1,282	利润总额	87	99	116	133
流动负债	321	320	353	384	所得税	12	15	17	20
短期借款	109	109	109	109	净利润	75	85	98	113
应付账款	133	130	151	180	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	78	81	92	95	归属母公司净利润	75	85	98	113
非流动负债	0	0	0	(0)	EBITDA	126	114	129	144
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.53	0.46	0.54	0.62
其他非流动负	0	0	0	(0)					
负债合计	321	320	353	384					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	143	183	183	183					
资本公积	184	184	184	184					
留存收益	278	347	430	530					
归属母公司股东权	592	714	797	897					
负债和股东权益	913	1,035	1,150	1,282					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	69	10	154	65	成长能力				
净利润	75	85	98	113	营业收入	5.56%	11.92%	14.64%	14.58%
折旧摊销	22	15	15	14	营业利润	9.79%	11.56%	16.62%	15.44%
财务费用	3	1	(0)	(2)	归属于母公司净利润	9.09%	12.61%	16.37%	15.24%
投资损失	(3)	(0)	(0)	(0)	获利能力				
营运资金变动	72	(90)	41	(60)	毛利率(%)	26.00%	25.98%	26.17%	26.10%
其他经营现金	(100)	0	0	0	净利率(%)	11.16%	11.22%	11.39%	
投资活动现金流	65	(1)	1	1	ROE(%)	12.68%	11.83%	12.34%	12.63%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	15.96%	19.83%	12.10%	12.46%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金	65	(1)	1	1	资产负债率(%)	35.17%	30.97%	30.67%	29.98%
筹资活动现金流	(63)	24	(15)	(11)	净负债比率(%)	-11.42%	-12.86%	-29.07%	-28.32%
短期借款	(21)	0	0	0	流动比率	1.81	2.24	2.42	2.61
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.35	1.58	1.81	1.91
普通股增加	41	41	0	0	营运能力				
资本公积增加	(34)	0	0	0	总资产周转率	0.77	0.77	0.79	0.81
其他筹资现金	(50)	(17)	(15)	(11)	应收账款周转率	5.08	4.50	5.30	6.11
现金净增加额	70	33	139	54	应付账款周转率	5.73	5.72	6.13	5.97

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；  
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；  
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。