

家用水泵出口龙头，产能释放有望带动业绩进入爆发期

——君禾股份首次覆盖报告

买入|首次推荐

报告要点:

● 专注家用水泵二十载，产品远销欧美等国际市场

公司自 2003 年成立以来，一直专注于家用水泵及其配件领域，是国内家用水泵龙头企业，近几年出口排名稳居行业前三。公司拥有潜水泵、花园泵、喷泉泵及深井泵四大系列 800 多个规格型号产品，已取得 GS、CE、EMC、UL 等多项国际产品认证，产品 98% 用于出口、远销欧美等国际市场，已与安海、凯驰、OBI（欧倍德）、翠丰、安达屋、富兰克林等国际知名品牌建立长期合作。

● 公司在手订单充足，家用水泵产能释放有望带动公司业绩大幅提升

我国水泵产品在种类、性能和质量等方面与国际先进水平的差距逐步缩小，2020 年全球爆发的疫情使得中国水泵产业的供应链稳定性凸显，在这种背景下，欧美发达国家的家用水泵供应商纷纷将生产转向中国。公司作为家用水泵出口龙头凭借较高的性价比优势获取大量订单。公司 IPO 项目 125 万台，可转债项目 250 万台，上述项目已于今年 6 月全面实现投产，家用泵产能规模由年产 290 万台提升至 665 万台。公司订单从 2020 年 6 月份开始快速增长，截至 2020 年末，公司在手订单 4.21 亿元，同比增长 50.90%。随着公司产能的释放，我们保守预计 2021-2022 年公司产量约 500 万台、650 万台，分别同比增长约 23%、30%，将带动公司业绩大幅提升。

● 新增商用专业泵产品，增量空间巨大

商用专业泵在建筑、排水、农业、化工等诸多方面应用广泛，相较于传统民用泵，产品技术含量更高，市场前景更为广阔。公司进军商用专业泵领域有较好的客户基础，原有泵类专业客户存在外协商用系列产品的需求，有望对公司商用系列产品予以订单支持。公司于 2020 年下半年启动君禾科创园商用专业泵产业化项目非公开申报发行工作，目前公司已经取得证监会核准批文。本次募投项目将新增年产 405 万台商用专业泵产能、预计产值约 9.10 亿元，主要面向北美市场，兼顾部分国内市场。我们认为，公司扩大商用专业泵产能，满足不断发展的市场需求，将进一步提升公司的市场竞争力和盈利能力。

● 投资建议与盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.39、1.82、2.47 亿元，对应当前 PE 分别为 14.76/11.35/8.33X，考虑到公司业绩即将进入加速期、同时参考可比公司估值，首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 风险提示

销售区域相对集中风险；主要原材料价格波动风险；汇率波动风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	672.71	738.10	1015.63	1315.07	1703.61
收入同比(%)	5.56	9.72	37.60	29.48	29.55
归母净利润(百万元)	75.04	97.31	139.75	182.40	247.30
归母净利润同比(%)	9.09	29.66	43.62	30.52	35.58
ROE(%)	12.68	13.51	17.46	19.39	21.82
每股收益(元)	0.38	0.49	0.70	0.91	1.24
市盈率(P/E)	27.18	21.08	14.76	11.35	8.33

资料来源：Wind，国元证券研究所

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 13.64 / 9.05

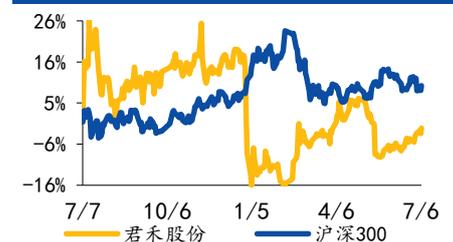
A 股流通股 (百万股): 199.46

A 股总股本 (百万股): 199.46

流通市值 (百万元): 2060.43

总市值 (百万元): 2060.43

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 秦亚男

电话 021-51097188-1956

邮箱 qinyanan@gyzq.com.cn

目录

1.国内家用水泵出口龙头，拓展商用水泵实现二次成长	4
1.1 专注家用水泵二十载，产品远销欧美等国际市场	4
1.2 以家用水泵为核心，拓展商用水泵新领域	5
1.3 在手订单充足，产能释放有望带动业绩加速增长	6
1.4 股权结构集中，战略决策稳健.....	8
2.全球水泵市场稳健增长，中国逐渐承接全球产能.....	9
2.1 全球水泵市场增长稳健，家用水泵需求集中于欧美市场.....	9
2.1.1 全球水泵市场增长稳健、产业比较集中.....	9
2.1.2 家用水泵属于消费品，需求相对刚性	10
2.2 全球家用水泵生产向中国转移趋势明显	11
2.3 我国水泵细分品类较多、竞争较为分散	13
3.产能释放在即，商用水泵新市场助力二次腾飞	14
3.1 客户结构稳定，产能释放业绩爆发可期	14
3.2 新增商用水泵产品，增量空间巨大	15
3.3 研发为王，自主品牌建立，盈利能力可期	16
4.盈利预测与投资建议	18
5.风险提示.....	19

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司主要客户	4
图 3：公司潜水泵和花园泵应用家庭场景	5
图 4：2020 年公司收入结构（按产品分类）	5
图 5：公司商用水泵产品.....	6
图 6：公司历年营业收入及增速.....	6
图 7：公司历年归母净利润及增速.....	6
图 8：公司 2020 年收入结构（按地区区分）	7
图 9：公司历年营业收入存在较为明显的季节性特征.....	7
图 10：公司历年销售毛利率及净利率情况	7
图 11：公司各产品毛利率	7
图 12：公司历年合同负债及存货情况	8
图 13：公司历年产量及预测产量.....	8
图 14：公司股权结构集中.....	8
图 15：全球水泵行业规模.....	9
图 16：全球水泵市场分布.....	9
图 17：君禾股份第一大客户安海历年营收及其增速.....	11
图 18：君禾股份第一大客户安海各个季度营收及其增速	11
图 19：君禾股份第一大客户富兰克林电子历年营收及其增速.....	11

图 20: 君禾股份第二大客户富兰克林电子单季度营收及其增速	11
图 21: 我国泵业出口持续增长	12
图 22: 欧盟、北美、大洋洲等国从中国进口离心泵数量占比	13
图 23: 公司 2020 年开发销售锂电类产品示意图	16
图 24: 公司自主品牌合作的线上渠道	17
表 1: 全球规模领先的泵制造企业	10
表 2: 我国水泵企业经营模式	13
表 3: 国内水泵行业主要竞争对手情况	14
表 4: 全球知名的小型水泵品牌与公司合作情况	15
表 5: 公司家用水泵产能及产量情况 (单位: 万台)	15
表 6: 公司锂电产品展示	17
表 7: 君禾股份分业务盈利预测 (单位: 亿元)	18
表 8: 可比公司估值情况	19

1.国内家用水泵出口龙头，拓展商用水泵实现二次成长

1.1 专注家用水泵二十载，产品远销欧美等国际市场

国内家用水泵出口龙头，主营国际市场。以“君子以德，禾生天下”经营理念，公司致力于成为国际领先的家用水泵专业制造商，成长为具有社会价值的中国家用水泵民族品牌。自2003年成立以来，公司一直专注于家用水泵及其配件领域，是国内家用水泵龙头企业，近几年出口排名稳居行业前三，产品远销欧美等国际市场。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，国元证券研究所

与欧美客户合作关系稳定，海外市场稳固。公司外销比例占98%以上，在欧洲市场及美洲市场上分别与上市公司安海（EinhellGermanyAG）、富兰克林电子（FELE）在家用水泵业务上建立了稳定的长期合作关系，这两者为公司在这两大市场中最大的单一客户，近年来保持积极增长。同时公司还与FELE、BOSCH、ESPA、AL-KO、KÄRCHER、SPERONI、PENTAIR等国际知名客户建立了合作关系。

图2：公司主要客户



资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.2 以家用水泵为核心，扩展商用水泵新领域

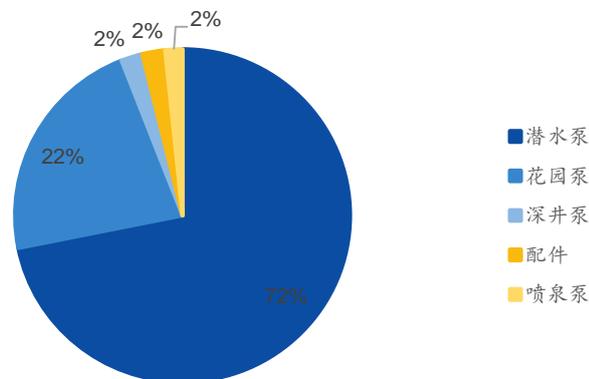
主要产品为潜水泵和花园泵，以家用场景为主。公司目前主要产品为潜水泵和花园泵，2020年收入占比分别为72%和22%。家用水泵主要应用于灌溉和排水排污，客户集中在欧洲、美洲、大洋洲等发达国家。公司潜水泵主要应用于家庭生活排污、排污，园林池塘换水、农业、园林浇灌、井下提水等，适用于抽吸园林池塘里的清水和比较干净的井水来浇灌草坪、园林花木，或抽吸生活污水、园林水池带污泥的池水。公司花园泵应用于家用场景中抽吸地下水、平时收集的雨水，供给郊区房子需求的非饮用水，如冲洗用水、卫生间用水；部分产品进行电子压力开关和机械式压力开关控制，储备有压力罐，实现智能机械控制。

图 3：公司潜水泵和花园泵应用家庭场景



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 4：2020 年公司收入结构（按产品分类）



资料来源：Wind，国元证券研究所

进军商用水泵领域，打开空间更大的新市场。公司在家用水泵市场基础上，积极进军商用专业泵领域；同时公司于2020年下半年启动君禾科创园商用专业泵产业化项目、商用专业泵研发中心项目和营销网络中心项目建设的非公开申报发行工作；目前已经取得证监会核准批文。商用专业水泵在建筑、给排水、农业、化工等诸多方面应用广泛，相较于传统民用泵，产品技术含量更高，市场前景更为广阔，附加值也较高。公司与国外众多客户建立了合作关系，如富兰克林、滨特尔等国际知名客户，其中，商用水泵已拓展了北美市场的客户。

图 5：公司商用水泵产品



资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.3 在手订单充足，产能释放有望带动业绩加速增长

经营稳健，业绩稳定增长。2016-2020年，公司营业收入复合增速为10.62%，归母净利润复合增速为15.24%。2020年公司实现营业收入7.38亿元，同比增长9.72%，归属母公司股东净利润9730.60万元，同比增长29.66%。公司整体业绩韧性展现，表现出稳健增长态势。

图 6：公司历年营业收入及增速



资料来源：wind，国元证券研究所

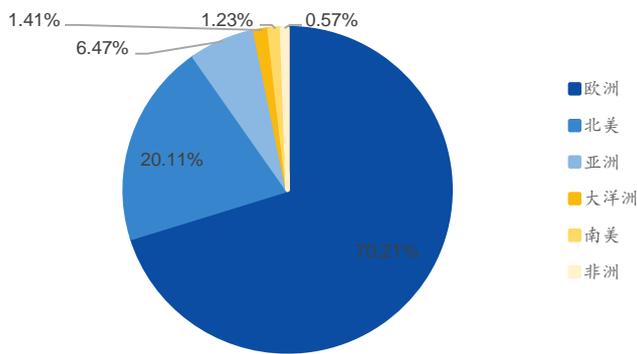
图 7：公司历年归母净利润及增速



资料来源：wind，国元证券研究所

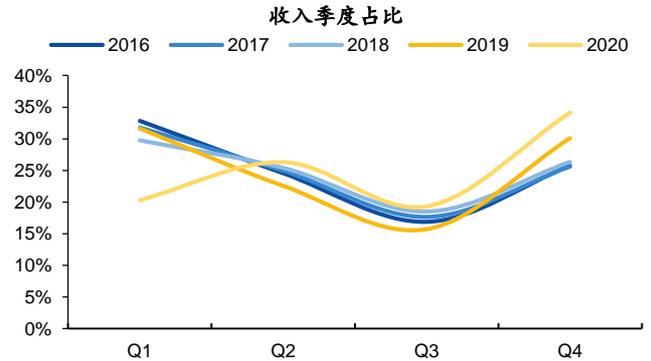
主要市场为欧洲和北美市场，收入呈现明显季节性波动。公司主要市场为国际市场，2020年98.36%的收入来自出口，其中最大的两个市场为欧洲和北美市场，2020年收入占比分别为70%和20%。由于公司家用水泵产品主要终端消费市场的消费季节集中在第二、三季度，公司客户（当地经销商）通常在上年第四季度开始至当年第一季度进行采购充足库存。因此，公司通常第二、三季度营业收入较低，而第一、四季度营业收入较高，营业收入存在较为明显的季节性特征。

图 8：公司 2020 年收入结构（按地区分）



资料来源：wind，国元证券研究所

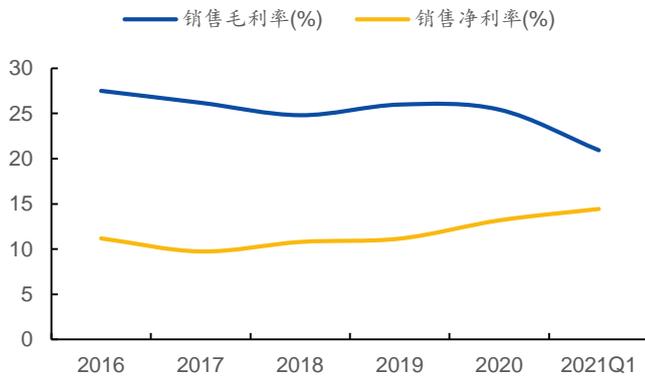
图 9：公司历年营业收入存在较为明显的季节性特征



资料来源：wind，国元证券研究所

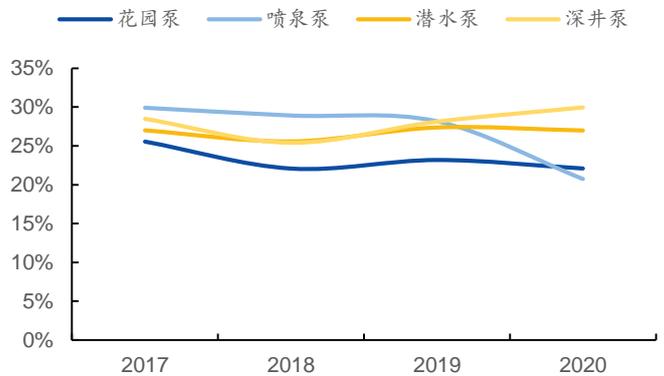
盈利能力保持平稳。近 5 年来公司销售毛利率保持在 25% 左右，净利润保持在 10% 以上，总体盈利稳定。2020 年公司销售毛利率 25.44%，同比-0.56%，主因为新收入准则实施的影响；销售净利率 13.18%，同比+2.02%，主因为期间费用控制良好以及当期政府补助增加等因素带来利润增益。2021Q1 毛利率 20.94%，同比-3.20%，主因为原材料价格上涨；销售净利率 14.44%，同比+3.27%，主因为成本管控表现优异，公司精益化管理效果凸显。

图 10：公司历年销售毛利率及净利率情况



资料来源：wind，国元证券研究所

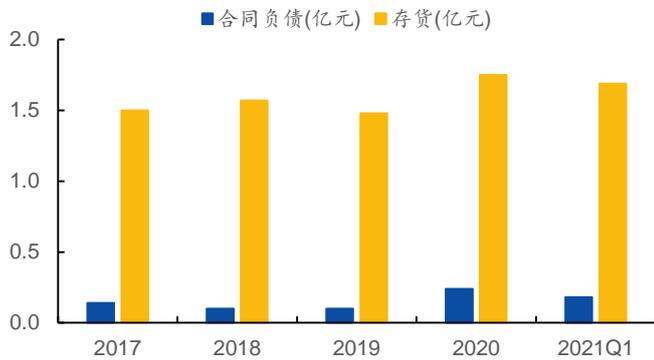
图 11：公司各产品毛利率



资料来源：wind，国元证券研究所

在手订单充裕，产能释放有望带动业绩加速增长。公司 2017-2019 年产能严重不足，制约了公司的业绩增长。公司 IPO 募投项目投产后规模 125 万台，可转债募投项目投产规模达 250 万台，上述募投项目已于今年 6 月全面实现投产，家用泵产能规模由年产 290 万台提升至 665 万台，形成家用为主、商用为辅的产品格局。公司订单从 2020 年 6 月份开始订单快速增长，截至 2020 年末，公司在手订单 4.21 亿元，同比增长 50.90%。截至 2021Q1 末，公司合同负债 0.18 亿元，同比增长 +68.89%；存货 1.69 亿元，同比增长 +33.1%，随着公司产能的释放，我们保守预计 2021-2022 年公司产量约 500 万台、650 万台，分别同比增长约 23%、30%，将带动公司业绩大幅提升。

图 12: 公司历年合同负债及存货情况



资料来源: wind, 国元证券研究所

图 13: 公司历年产量及预测产量

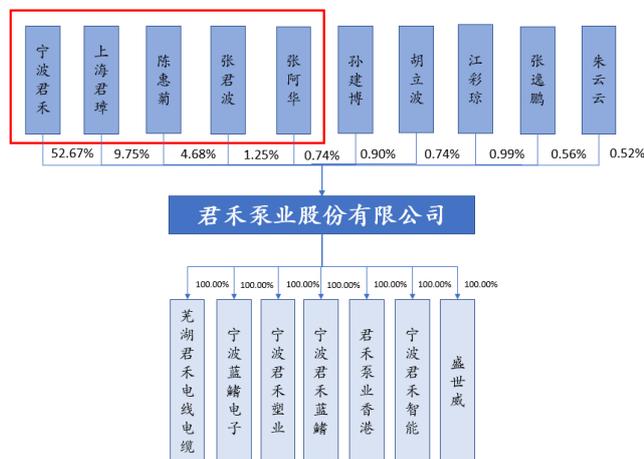


资料来源: wind, 国元证券研究所

1.4 股权结构集中，战略决策稳健

股权结构集中，战略决策稳健。公司创始人董事长张阿华、陈惠菊及董事张君波通过宁波君禾投资控股有限公司、上海君璋企业管理咨询合伙企业持有公司 52.67%、9.75%股份，还直接持有公司 0.74%、4.68%、1.25%的股份，三人间接或直接持约 69.09%。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 14: 公司股权结构集中



资料来源: wind, 国元证券研究所 (截至 2021 年 3 月 31 日)

2.全球水泵市场稳健增长，中国逐渐承接全球产能

2.1 全球水泵市场增长稳健，家用水泵需求集中于欧美市场

2.1.1 全球水泵市场增长稳健、产业比较集中

全球水泵市场稳健增长。全球水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。随着全球经济发展以及智能泵、数字泵、锂电泵等专业商用泵的制造工艺技术水平不断进步，家庭排水、农田水利、饮水安全工程、商业配套等下游领域对商业泵的应用不断扩大，其需求量逐年增加。据 ZionMarketResearch 预测，2018~2024 年，全球水泵市场规模增速将达到 5.29%，到 2024 年水泵市场总规模达到 665.1 亿美元。

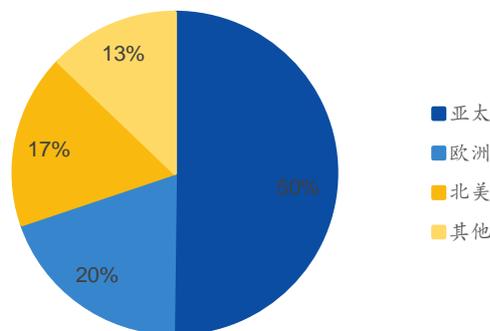
图 15：全球水泵行业规模



资料来源：ZionMarketResearch 和 P&SMarketResearch，国元证券研究所

全球水泵产业呈现高度集聚特点。从全球范围来看，国外水泵生产企业主要分布在德国、美国、意大利等国家；国内水泵企业主要集中在浙江、山东、江苏、辽宁、福建、广东等省市，浙江省温岭市是我国重要的水泵生产基地，被誉为我国的“水泵之乡”。亚太地区因人口数量多，是最大的水泵市场；从增速看，在中国、印度等新兴经济体基础设施建设的带动下、亚太市场增速最快，其次为欧洲和北美。

图 16：全球水泵市场分布



资料来源：中国产业信息网，国元证券研究所

全球知名泵业公司主要聚集在欧美国家。全球约有近万家泵的生产企业，产品种类达5,000余种，但泵的供给呈现较高的集聚性。根据《泵业市场咨询》统计，全球前十名泵产品生产厂商的销售额占全球泵市场总量的50%。由于国外水泵行业起步较早，全球水泵生产企业主要集中于丹麦、德国、日本、美国等发达国家和地区，包括丹麦格兰富、德国威乐、意大利佩德罗等在内的国际知名企业经过多年发展，凭借资金、技术、品牌等方面的优势，占据了全球水泵市场的主要份额。

表 1：全球规模领先的泵制造企业

公司	概况
丹麦格兰富 (Grundfos)	成立于1945年，是全球泵业领导者之一，该公司从1952年开始生产离心泵，主要产品为用于供热空调的循环泵，用于工业、供水及污水处理的离心泵和计量泵。1994年，丹麦格兰富在上海设立办事处，开始进入中国，中国市场被其称为“第二本土市场”。 2020年，丹麦格兰富营业收入为263亿丹麦克朗。
德国威乐 (WILO)	成立于1872年，于1928年生产了全球第一台暖通循环增压泵，产品主要应用于供热、制冷、空调、供水和污水处理等领域。1995年，德国威乐进入中国，历经20余年的发展，目前在全国共有14家分公司，员工近800人。 2020年，德国威乐收入约14.515亿欧元。
意大利佩德罗 (Pedrollo S.p.a.)	成立于1974年，主要产品有50多种类型的水泵，包括涡流泵、离心泵、自吸泵、污水泵、潜水泵、深井泵等，水泵年产能达200万台，产品广泛应用于工业、农业、家用等领域，产品销往全球160多个国家和地区。
德国劳伦斯 (Lorentz)	成立于1993年，主要产品为太阳能水泵，包括太阳能潜水泵、太阳能陆上泵和太阳能游泳池泵等，产品广泛应用于农业、畜牧业、家用等领域，目前在中国设立了2个生产基地，产品销往全球130多个国家和地区。
日本荏原 (Ebara)	离心泵理论的奠基者，世界最大的泵生产商之一，1992年开始在意大利设厂生产不锈钢冲压焊接离心泵。目前在中国北京、西安、烟台、青岛等地投资建厂。
美国 Xylem	2011年从ITT集团剥离，拥有世界知名行业领导品牌的水技术解决方案和产品，在沈阳、南京、无锡有投资设厂。
德国 KSB	世界著名的现代化的制造泵和阀门的大公司，业务领域包括建筑服务、工业和公用供水事业、能源部门及采矿，KSB在中国已经拥有4家分公司。

资料来源：国元证券研究所

2.1.2 家用水泵属于消费品，需求相对刚性

水泵根据使用领域可划分为商用水泵、农用水泵、工业用水泵、家用水泵，大中型水泵主要用于工业用途，而微型水泵主要应用于家用及小型农业灌溉等民用领域。据我们估计，全球水泵市场中商用领域水泵占比40-50%，家用水泵占比不到10%。家用水泵主要用于国外家庭深井提水、雨水利用、园林浇灌、生活排污、泳池供排水等领域，我们预计，全球家用水泵主要市场规模约30亿美元。

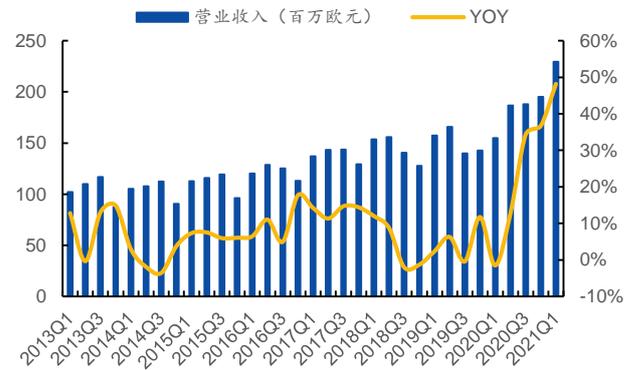
家用水泵市场主要集中在欧美发达国家，消费相对刚性。家用水泵起源于意大利，家用水泵行业在欧美发达国家基本已进入成熟阶段，从市场结构看，欧美等发达国家是小型家用水泵主要消费国。家用水泵通常1-2年更换一次，由于家用水泵价格较低且为家庭必需品，新增购买需求和换购需求促使产品销售持续增长，市场需求增长较为稳定。从君禾股份的前两大客户安海和富兰克林电子的年度和季度营收来看，整体呈现稳步增长趋势，且波动性整体综合下来较小。

图 17: 君禾股份第一大客户安海历年营收及其增速



资料来源: 安海官网, 国元证券研究所

图 18: 君禾股份第一大客户安海各个季度营收及其增速



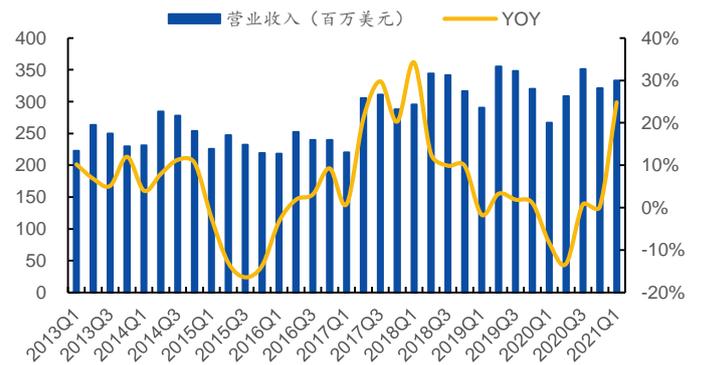
资料来源: 安海官网, 国元证券研究所

图 19: 君禾股份第一大客户富兰克林电子历年营收及其增速



资料来源: 富兰克林电子官网, 国元证券研究所

图 20: 君禾股份第二大客户富兰克林电子单季度营收及其增速

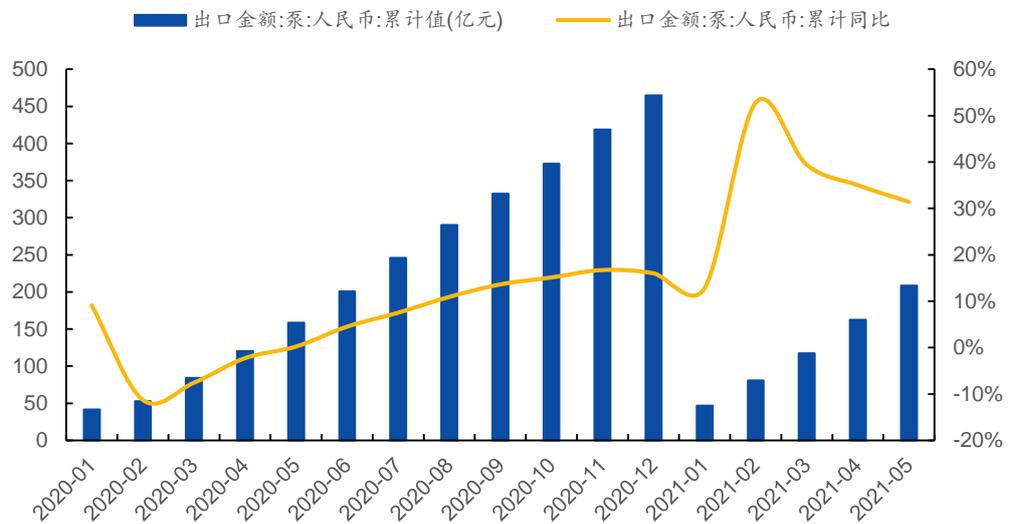


资料来源: 富兰克林电子官网, 国元证券研究所

2.2 全球家用水泵生产向中国转移趋势明显

我国已发展成为全球主要的水泵生产基地。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。随着我国制造业的技术水平和制造能力的提升,我国的水泵产品在种类、性能和质量等方面与国际先进水平的差距逐步缩小,并因较高的性价比优势大量出口世界各地,成为重要的水泵生产基地,少数企业已发展成为具有国际竞争力的品牌。据联合国商品贸易统计数据库显示,中国离心泵出口金额由2011年的14.94亿美元增长至2019年的29.60亿美元,复合增长率达8.92%。2021年1-5月,我国泵业出口累计同比增长31.4%。

图 21：我国泵业出口持续增长

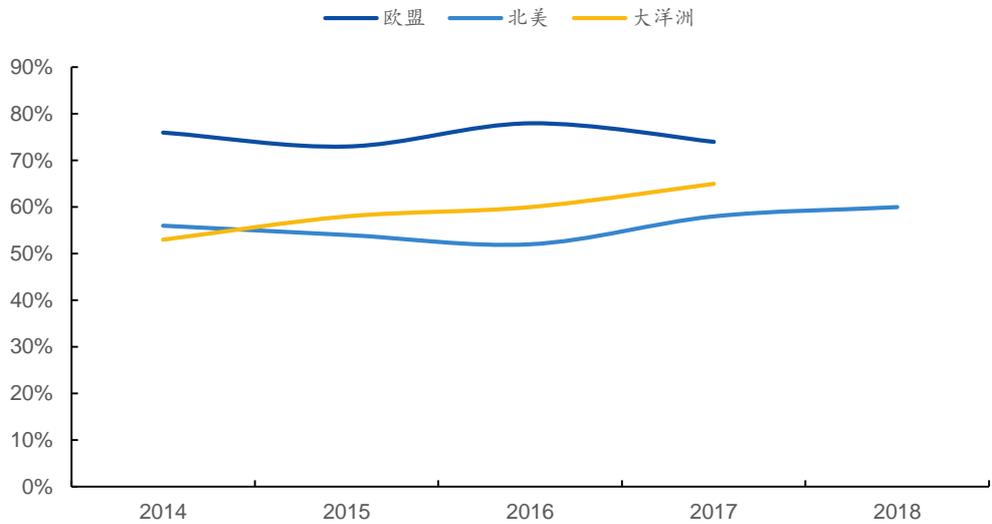


资料来源：Wind，国元证券研究所

国际制造能力向中国转移的趋势越来越明显。由于运营成本持续上升，欧美发达国家的家用水泵供应商纷纷将生产转向发展中国家，与当地的生产商进行 ODM、OEM 等多种形式的合作，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。在这种背景下，发达国家产能逐步向发展中国家转移，为中国企业创造了巨大的市场空间，通过与外资厂商的合作，中国家用水泵制造企业可以大幅提升自身管理水平和研发技术，为企业产品进入国际市场打下基础。

我国家用水泵出口北美市场有望保持持续增长态势。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；其中，北美和欧洲是小型水泵需求最大的两个市场。欧洲离心泵产品从中国进口量比例基本稳定在 70% 以上，处于较高水平；北美离心泵产品从中国进口量比例基本稳定在 53% 以上，与欧洲市场相比，仍有很大提升空间。

图 22： 欧盟、北美、大洋洲等国从中国进口离心泵数量占比



资料来源：联合国商品贸易统计数据库，国元证券研究所

2.3 我国水泵细分品类较多、竞争较为分散

国内水泵行业的核心竞争力增强，逐渐实现自主品牌模式 (OBM)。我国水泵行业主要有 OBM、ODM 和 OEM 三种经营模式，近年来，国内水泵生产企业在产品研发能力和生产技术水平取得了较大的进步，产品的国际竞争力迅速提升，行业领先企业的产品已接近世界同类产品先进水平，经营模式逐渐从原始设备制造 (OEM) 转向原始设计制造 (ODM)，部分产品竞争力强的企业已实现自主品牌模式 (OBM)。

表 2：我国水泵企业经营模式

经营模式	释义	特点
自有品牌制造商 (OBM)	生产商以自有品牌进行生产和销售	企业完全根据市场需要进行产品设计、生产和销售，拥有自主品牌，抵御经营风险能力较强，发展空间大，但需消耗较多的资源和时间去塑造品牌形象和开拓市场，投资回报周期较长
原始设计制造商 (ODM)	生产商自行设计，产品开发完成后供品牌商选择，生产商根据品牌商的订单情况进行生产，产品贴品牌商的品牌出售	企业一般具有较强研发设计和生产制造能力，主要通过 ODM 方式向国际市场销售，研发和销售实力强的企业可通过 ODM 模式向 OBM 模式过渡
原始设备制造商 (OEM)	生产商根据品牌商的需求与授权，完全依照品牌商的设计进行生产，由品牌厂商进行销售	企业规模较小，无自有品牌，受品牌商的控制，处于产业链的低端，经营风险较大，但投入成本低，规模扩张快，一般适用于企业进入新市场或新领域的经营模式

资料来源：国元证券研究所

我国水泵细分产品差异化明显、竞争较为分散。我国水泵制造厂商主要分布在华东地区、华中地区以及华北地区，其中华东地区以浙江省温岭市最为集中，温岭的水泵生产企业在小型潜水泵、井用潜水泵、循环泵等产品领域占据较大的市场份额，市场占有率约 60%。当前，温岭市泵与电机产业共有 3,000 多家制造商，产值上亿元企业 30 余家，其余为数量众多的小型制造厂商。国内民用水泵行业中规模较大，具有自主研发设计能力，产品质量能够达到国际认证水平的企业主要有利欧股份、新界泵业、大元泵业、东音股份和凌霄泵业等。

表 3：国内水泵行业主要竞争对手情况

公司名称	主营业务及主要产品情况	经营情况	技术实力	衡量核心竞争力的关键业务数据、指标
新界泵业	农用水泵、空气压缩机	2019 年度水泵产品营业收入 15.10 亿元	2019 年度研发投入占营业收入的比例为 4.67%，研发人员占比为 16.93%	2018 年、2019 年水泵产品营业收入增长率分别为 2.95% 和 11.50%；2017-2019 年水泵产品毛利率分别为 26.62%、27.79% 和 30.80%
利欧股份	民用泵和工业泵	2020 年度水泵产品营业收入 25.76 亿元	2020 年度研发投入占营业收入的比例为 0.79%，研发人员占比为 11.56%	2019 年、2020 年水泵产品营业收入增长率分别为 9.91% 和 3.21%；2018-2020 年水泵产品毛利率分别为 23.94%、28.01% 和 27.78%
凌霄泵业	塑料卫浴泵、不锈钢泵和通用泵	2020 年营业收入 14.35 亿元	2020 年度研发投入占营业收入的比例为 3.25%，研发人员占比为 10.44%	2019 年、2020 年营业收入增长率分别为 2.78% 和 26.45%；2018-2020 年毛利率分别为 29.55%、33.56% 和 33.47%
大元泵业	农用水泵、屏蔽泵	2020 年营业收入 14.13 亿元	2020 年度研发投入占营业收入的比例为 4.05%，研发人员占比为 12.51%	2019 年、2020 年营业收入增长率分别为 1.91% 和 24.52%；2018-2020 年毛利率分别为 30.65%、30.62% 和 30.06%
东音股份	井用潜水泵、小型潜水泵和陆上泵	2019 年 1-6 月营业收入 5.41 亿元	2018 年度研发投入占营业收入的比例为 3.57%；研发人员占比为 10.17%	2018 年营业收入增长率为 12.97%；2017 年、2018 年和 2019 年 1-6 月毛利率分别为 30.46%、25.96% 和 26.43%

资料来源：Wind，国元证券研究所

3. 产能释放在即，商用水泵新市场助力二次腾飞

3.1 客户结构稳定，产能释放业绩爆发可期

公司已与国外著名水泵品牌形成稳定合作关系，客户资源优势明显。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，这些品牌具备较强的品牌优势或完善的销售渠道和稳定的消费群体，其他品牌产品在国外市场短期内很难进入终端市场，因此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。公司拥有包括潜水泵、花园泵、喷泉泵及深井泵四大系列 800 多个规格型号产品，取得 GS、CE、EMC、UL 等多项国际产品认证，已与安海、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，在国外知名客户中形成了一定的品牌

影响力和美誉度。

表 4：全球知名的小型水泵品牌与公司合作情况

企业	国家	公司初始合作时间
丹麦格兰富 GRUNDFOS	丹麦	/
德国威乐 WILLO	德国	/
德国安海 Einhell Group	德国	2005 年
德国凯驰 KARCHER	德国	2006 年
德国麦太保 METABO	德国	/
德国嘉丁拿 GARDENA	德国	/
德国爱科 AL-KO	德国	2012 年
意大利戴博 DAB	意大利	/
意大利泽尼特 ZENIT	意大利	/

资料来源：公司公告，国元证券研究所

家用泵产能释放在即，公司业绩爆发可期。公司 2017 年至 2019 年产能利用率为 113.01%、120%以及 140%，产能严重不足，生产设备属于满负荷运行状态。公司 IPO 募投项目投产后规模 125 万台，可转债募投项目投产规模达 250 万台，上述项目已于今年 6 月投产，投产后家用泵产能规模由年产 290 万台提升至 665 万台。公司目前在手订单充足，随着公司产能的释放，我们保守预计 2021-2022 年公司产量约 500 万台、650 万台，分别同比增长约 23%、30%，将带动公司业绩大幅提升。

表 5：公司家用水泵产能及产量情况（单位：万台）

年份	潜水泵	花园泵	深井泵	喷泉泵	合计	产能利用率
原有产能	218.75	47.5	8	16	290.25	
2018 年产量	262.9	52.96	3.6	9.06	328.52	113%
2019 年产量	274.56	59.02	2.92	11.64	348.14	120%
2020 年产量	335.8	55.98	3.64	9.92	405.34	140%
新增-IPO 项目					125	
新增-可转债项目（一期）					250	
项目投产后合计产能					665	

资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.2 新增商用水泵产品，增量空间巨大

公司于 2020 年度下半年启动君禾科创园商用专业泵产业化项目、商用专业泵研发中心项目和营销网络中心项目建设的非公开申报发行工作。目前公司已经取得证监会核准批文、正处于发行准备阶段。本次募投项目产品主要为商用水泵，是采用新材料和新结构的新型水泵，具有高效节水、节能、环保等诸多优点，主要在市政、建筑、农业、园林设备部件等领域使用，主要面向北美市场，兼顾部分国内市场。

商用专业泵市场前景广阔。商用专业泵在建筑、排水、农业、化工等诸多方面应用广泛，相较于传统民用泵，产品技术含量更高，市场前景更为广阔。公司在家用水泵市场基础上，进军商用专业泵领域，扩大公司商用专业泵产能，拓展公司产品品类，满足不断发展的市场需求，进一步提升公司的市场竞争力和盈利能力。

商用泵在手订单充足，优质的客户基础助力公司商用水泵业务放量。公司在过往家用水泵的业务开展历程中已经积累了充分的海外 ODM、OEM 模式运营经验和客户资源，其优异的产品质量也得到了境外客户的广泛认可，为本次商用专业用泵的生产经营打下了坚实基础。公司部分客户是泵类专业客户，存在外协除家用水泵外的商用系列产品的市场需求，拟对公司商用系列产品予以市场订单产品支持。公司已与国外众多客户建立了合作关系，如富兰克林、滨特尔等为国际知名客户，其全球采购规模较大，品牌影响力较强。公司已在商用专业泵产品领域与较多客户有深入接触，并已签订部分订单。

3.3 研发为王，自主品牌建立，盈利能力可期

研发经验丰富，锂电新产品成功导入博世家用工具锂电系列平台。公司自成立以来始终坚持以家用水泵业务为核心，不断进行自主研发创新并持续投入研发费用，积累了丰富的产品研发经验，在家用潜水泵、花园泵等主要产品领域具有较强的技术优势，具备多项国内外专利。公司学习借鉴国外高端品牌客户产品开发经验，通过开发新产品锂电直流系列，功能切割泵，海水养殖增氧泵，永磁直流系列，无线远程、智能控制电子感应等产品进行积极布局研发工作，满足客户产品性能、质量、成本的多方面要求。公司在家用锂电系列产品领域成功开发博世品牌客户，导入博世家用工具锂电系列平台，将长期进一步大趋势提升市场占有率，以此带动 DIY 家庭消费工具的增长。

图 23：公司 2020 年开发销售锂电类产品示意图



资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 6：公司锂电产品展示

产品名称	BorshCordlessSubmersiblePumpGardenpump18
功率	36Wh 至 108Wh
水压	最大 2.0bar
最大流量（在泵处）	最大 2000l/h
最大池深	1.8m

资料来源：公司官网，国元证券研究所

自主品牌网络销售增长迅速，盈利能力提升可期。公司近年逐步建立了君禾、蓝鳍等自主品牌。国内市场公司主要以品牌“君禾”通过经销商买断方式销售，多采用 OBM 模式。海外市场公司通过品牌“蓝鳍”在亚马逊等电商平台进行线上销售，多采用 ODM 模式。短期内，公司的自主品牌产品市场仍以境外为主，境内市场为辅，依托于线上渠道（亚马逊、天猫、淘宝等）快速布局发展。公司自主品牌的线上销售呈现积极态势，2020 年实现销售 404.98 万元，同比增长 198.87%。自主品牌产品拥有较高毛利率，2020 年公司网络销售毛利率高达 73%，将有利于重塑公司原有 OEM、ODM 下的毛利率。

图 24：公司自主品牌合作的线上渠道



资料来源：国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

考虑到公司在手订单充足以及产能释放所带来的业绩弹性，预计公司 2021 至 2023 年分别实现营业收入 10.16、13.15、17.04 亿元，同比增长 37.60%、29.48%、29.55%。

表 7：君禾股份分业务盈利预测（单位：亿元）

年份		2020	2021E	2022E	2023E
潜水泵	营业收入	5.21	7.29	9.47	12.32
	增长率(%)	11.18%	40.00%	30.00%	30.00%
	毛利率(%)	26.99%	26.00%	26.00%	26.00%
花园泵	营业收入	1.61	2.18	2.83	3.68
	增长率(%)	0.31%	35.00%	30.00%	30.00%
	毛利率(%)	22.07%	23.00%	23.00%	23.00%
配件	营业收入	0.16	0.19	0.23	0.28
	增长率(%)	6.21%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率(%)	18.63%	18.00%	18.00%	18.00%
深井泵	营业收入	0.15	0.17	0.18	0.20
	增长率(%)	4.14%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率(%)	30.46%	30.00%	30.00%	30.00%
喷泉泵	营业收入	0.12	0.16	0.21	0.28
	增长率(%)	34.71%	35.00%	30.00%	30.00%
	毛利率(%)	20.66%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	营业收入	0.13	0.17	0.22	0.28
	增长率(%)	6.98%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率(%)	12.40%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	营业收入合计	7.38	10.16	13.15	17.04
	增长率(%)	8.86%	37.60%	29.48%	29.55%
	毛利率(%)	25.43%	26.38%	26.21%	26.06%

资料来源：Wind，国元证券研究所

首次覆盖给予公司“买入”评级。我们预计公司 2021 至 2023 年营业收入分别为 10.16、13.15、17.04 亿元，归母净利润分别为 1.4、1.82、2.47 亿元，对应当前 PE 分别为 14.24/10.91/8.05X，综合考虑公司业绩即将进入加速期以及公司可比公司估值，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 8：可比公司估值情况

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
			TTM	21E	22E	
002131.SZ	利欧股份	158.74	3.77			1.26
002884.SZ	凌霄泵业	78.41	19.71	17.84	14.88	3.67
603757.SH	大元泵业	30.85	15.71	13.2	10.97	2.67
300992.SZ	泰福泵业	26.66	37.45			5.78
603617.SH	君禾股份	19.91	17.72	14.76	11.35	2.81

资料来源：Wind，国元证券研究所（估值取 2021 年 7 月 7 日）

5. 风险提示

- (1) 销售区域相对集中风险。
- (2) 主要原材料价格波动风险。
- (3) 汇率波动风险。
- (4) 不能及时满足客户需求变化风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	579.58	903.33	1102.76	1262.61	1461.20
现金	256.98	421.12	500.00	500.00	500.00
应收账款	159.42	194.54	255.41	342.05	443.32
其他应收款	9.59	3.08	8.72	10.60	12.93
预付账款	1.41	4.51	4.18	5.82	7.84
存货	148.19	175.12	236.14	305.64	398.38
其他流动资产	3.98	104.95	98.31	98.50	98.73
非流动资产	332.97	443.27	560.77	557.05	503.36
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	150.41	137.70	346.51	387.94	357.81
无形资产	80.21	77.94	76.32	73.94	71.78
其他非流动资产	102.35	227.63	137.95	95.16	73.77
资产总计	912.55	1346.60	1663.53	1819.66	1964.56
流动负债	320.54	454.73	691.72	707.39	659.70
短期借款	109.32	190.12	373.39	304.28	147.47
应付账款	133.06	164.88	205.06	273.22	355.38
其他流动负债	78.17	99.73	113.27	129.89	156.85
非流动负债	0.36	171.49	171.52	171.51	171.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.36	171.49	171.52	171.51	171.51
负债合计	320.91	626.22	863.24	878.90	831.21
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	142.50	199.46	199.46	199.46	199.46
资本公积	184.06	130.16	130.16	130.16	130.16
留存收益	278.26	352.77	432.68	573.16	765.74
归属母公司股东权益	591.64	720.37	800.29	940.76	1133.34
负债和股东权益	912.55	1346.60	1663.53	1819.66	1964.56

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	68.95	136.46	104.32	172.51	224.71
净利润	75.04	97.31	139.75	182.40	247.30
折旧摊销	21.76	22.18	38.18	62.83	73.02
财务费用	-2.49	10.79	1.98	4.61	-3.83
投资损失	-2.96	-1.41	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-39.23	-3.83	-54.89	-76.96	-94.46
其他经营现金流	16.81	11.43	-20.70	-0.38	2.68
投资活动现金流	64.87	-235.67	-146.90	-56.86	-17.01
资本支出	49.40	151.43	160.00	60.00	20.00
长期投资	-112.96	90.17	-4.10	0.00	0.00
其他投资现金流	1.31	5.92	9.00	3.14	2.99
筹资活动现金流	-63.44	269.74	121.45	-115.64	-207.71
短期借款	-20.68	80.80	183.27	-69.11	-156.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	40.67	56.96	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-33.90	-53.91	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-49.53	185.89	-61.82	-46.54	-50.89
现金净增加额	73.30	157.64	78.88	0.00	0.00

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	672.71	738.10	1015.63	1315.07	1703.61
营业成本	497.78	550.35	747.71	970.43	1259.66
营业税金及附加	5.58	6.36	8.79	11.29	14.68
营业费用	28.92	17.17	23.63	30.60	39.64
管理费用	39.82	35.36	48.75	63.12	81.77
研发费用	21.74	27.44	30.19	33.21	36.53
财务费用	-2.49	10.79	1.98	4.61	-3.83
资产减值损失	-1.94	-1.72	-1.95	-1.87	-1.87
公允价值变动收益	-1.35	1.34	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.96	1.41	0.00	0.00	0.00
营业利润	87.77	112.95	162.10	211.30	286.01
营业外收入	0.00	0.00	0.07	0.03	0.03
营业外支出	0.52	1.28	0.86	0.95	0.97
利润总额	87.26	111.67	161.31	210.39	285.07
所得税	12.21	14.36	21.56	27.99	37.77
净利润	75.04	97.31	139.75	182.40	247.30
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	75.04	97.31	139.75	182.40	247.30
EBITDA	107.05	145.92	202.26	278.75	355.21
EPS (元)	0.53	0.49	0.70	0.91	1.24

主要财务比率

会计年度	2019.00A	2020.00A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	5.56	9.72	37.60	29.48	29.55
营业利润(%)	9.79	28.68	43.52	30.35	35.36
归属母公司净利润(%)	9.09	29.66	43.62	30.52	35.58
获利能力					
毛利率(%)	26.00	25.44	26.38	26.21	26.06
净利率(%)	11.16	13.18	13.76	13.87	14.52
ROE(%)	12.68	13.51	17.46	19.39	21.82
ROIC(%)	17.07	19.91	19.46	23.29	28.99
偿债能力					
资产负债率(%)	35.17	46.50	51.89	48.30	42.31
净负债比率(%)	34.07	30.36	43.25	34.62	17.74
流动比率	1.81	1.99	1.59	1.78	2.21
速动比率	1.34	1.60	1.25	1.35	1.61
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.65	0.67	0.76	0.90
应收账款周转率	4.81	3.95	4.41	4.40	4.34
应付账款周转率	4.24	3.69	4.04	4.06	4.01
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.49	0.70	0.91	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.68	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	2.97	3.61	4.01	4.72	5.68
估值比率					
P/E	27.18	21.08	14.76	11.35	8.33
P/B	3.36	2.76	2.49	2.12	1.76
EV/EBITDA	16.74	12.28	8.86	6.43	5.04

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188