

2022年08月29日

# 万得凯 (301309.SZ)

## 投资要点

- ◆ 本周四（9月1日）有一家创业板上市公司“万得凯”询价。
- ◆ **万得凯（301309）：**公司产品主要包括各类铜制水暖阀门、管件等，应用于建筑物中的给排水、冷热水供给、采暖、排污等基础设施。公司2019-2021年分别实现营业收入5.12亿元/5.59亿元/7.46亿元，YOY依次为23.32%/9.22%/33.41%，三年营业收入的年复合增速21.57%；实现归母净利润0.51亿元/0.70亿元/1.07亿元，YOY依次为-4.93%/37.61%/51.83%，三年归母净利润的年复合增速25.70%。最新报告期，2022H1公司实现营业收入4.24亿元，同比增长32.58%；实现归母净利润0.63亿元，同比增长40.62%。公司初步预计2022年1-9月归属于母公司股东的净利润为9,000万元至9,800万元，较上年同期变动7.75%至17.33%。

① **投资亮点：**1、公司是较为领先的水暖阀门管件专业生产厂商。公司为专业的水暖器材生产厂商，从技术指标来看，公司发明专利数量、实用新型专利数量位居行业前列；从细分产品来看，公司在铜制阀门、管件领域的经营规模位居行业前列。公司已在业内累积沉淀了近二十年的生产经验和研发技术，获得了包括RWC、Watts、Oatey等众多国际知名水暖系统提供商的认可。2、公司在无铅铜产品方面具备一定的技术及生产效率优势，或将受益于政策驱动下的全球无铅化水暖器材需求增长。无铅铜正成为行业发展的重要趋势。无铅铜制品为公司主要产品，报告期内销售占比均达到49%以上。目前公司已成功掌握先进的无铅铜工艺技术，产品在连接密封性、使用稳定性和易操作性等产品性能方面形成了明显的技术优势。同时公司针对无铅铜产品形成了一整套独特的加工工艺，大幅提高了生产效率。目前，全世界只有美国强制使用无铅化，行业内预计欧洲在三年内也将强制无铅化，公司有望受益于政策带动无铅化产品的市场需求进一步扩大；另外，拜登政府正计划将全国范围内饮用水系统中存量的含铅水暖器材全部无铅化，公司作为北美地区主要的水暖阀门管件厂商之一有望受益。3、公司拟使用募投资金于越南建设生产基地，有利于公司降低生产及出口成本。公司募投项目中，年产4,200万件阀与五金扩产项目（越南）拟于越南前江省建设生产基地，达产后将形成年产600万套铜阀门、3,600万件钢管件的产能。越南拥有较低的劳动力成本，同时考虑劳动力总数增长趋势较快，规模效应也将发挥积极作用，其要素成本优势将有利于公司降低生产成本。该项目扩产的无铅水暖器材主要面向美国市场，海外生产基地也有助于公司降低对美国的出口成本。

② **同行业上市公司对比：**公司主要从事水暖器材的设计、开发、生产、销售，选取主要产品较为相似的永和智控、海鸥住工作为可比公司。根据上述可比公司，平均收入规模为25.68亿元，PE-TTM（剔除永和智控/算数平均）为56.33X（因考虑到永和智控业务包括医疗服务，PE-TTM参考性较差），平均销售毛利率为23.30%。相较而言，公司的营收规模低于行业平均，但销售毛利率高于行业平均。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

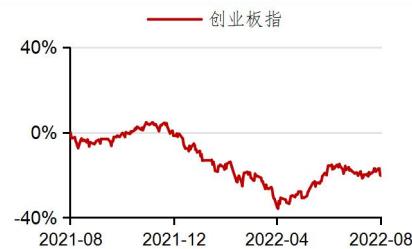
## 新股覆盖研究

### 股价

#### 交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	75.00
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.65	-2.15	-8.08
绝对收益	-4.84	-1.31	-25.94

#### 分析师

李蕙  
SAC 执业证书编号: S0910519100001  
lihui1@huajinsec.cn

#### 相关报告



## 公司近3年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	512.2	559.5	746.4
同比增长(%)	23.32	9.22	33.41
营业利润(百万元)	60.7	81.0	121.9
同比增长(%)	-2.79	33.44	50.53
净利润(百万元)	51.1	70.3	106.8
同比增长(%)	-4.93	37.61	51.83
每股收益(元)	0.73	0.94	1.42

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

一、万得凯 .....	4
(一) 基本财务状况 .....	4
(二) 行业情况 .....	5
(三) 公司亮点 .....	6
(四) 募投项目投入 .....	6
(五) 同行业上市公司指标对比 .....	7
(六) 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化 .....	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化 .....	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化 .....	5
图 4: 公司 ROE 变化 .....	5
表 1: 公司 IPO 募投项目概况 .....	7
表 2: 同行业上市公司指标对比 .....	7

## 一、万得凯

公司致力于水暖器材的设计、开发、生产、销售，产品主要包括各类铜制水暖阀门、管件等，广泛应用于建筑物中的给排水、冷热水供给、采暖、排污等基础设施。公司产品定位于中、高档品级，具有突出的环保优势，主要面向北美、欧洲等发达国家和地区。

公司具有较强的研发能力，曾被评为浙江省科技型中小企业，建有省级高新技术企业研究开发中心，拥有中国合格评定国家认可委员会认可的检测实验室。美国水暖阀门市场是全球技术准入门槛最高的市场，公司拥有进入北美市场的主要资质认证，包括 NSF、cUPC、UL、CSA 等认证，经过长期的业务沉淀，公司已积累了大量的优质客户资源，在研发、检测、品质管控等方面形成了显著的优势地位。

### (一) 基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 5.12 亿元/5.59 亿元/7.46 亿元，YOY 依次为 23.32%/9.22%/33.41%，三年营业收入的年复合增速 21.57%；实现归母净利润 0.51 亿元/0.70 亿元/1.07 亿元，YOY 依次为-4.93%/37.61%/51.83%，三年归母净利润的年复合增速 25.70%。最新报告期，2022H1 公司实现营业收入 4.24 亿元，同比增长 32.58%；实现归母净利润 0.63 亿元，同比增长 40.62%。

2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为三大板块，分别为阀门（4.85 亿元，65.04%）、管件（2.50 亿元，33.53%）和其他（0.11 亿元，1.44%）。报告期内，阀门是公司主营业务收入的主要来源，销售收入占比维持在 60%以上。

图 1：公司收入规模及增速变化

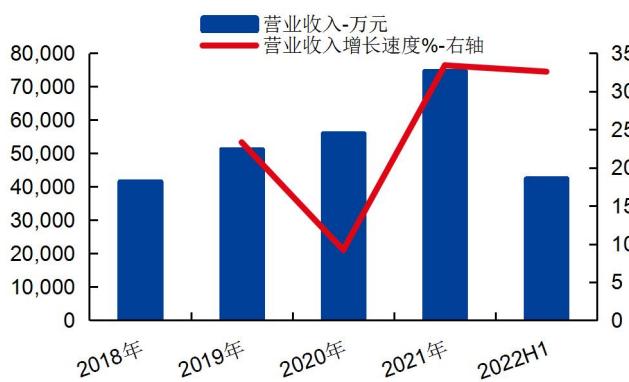
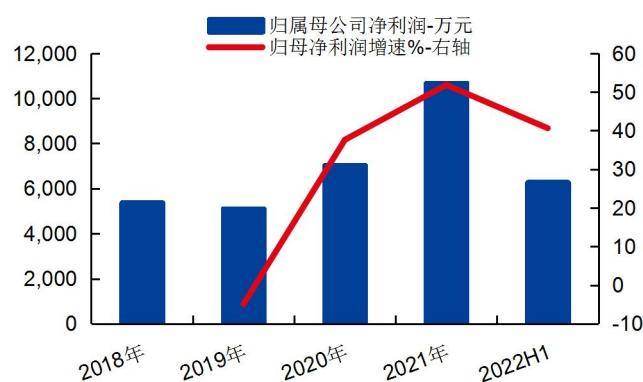


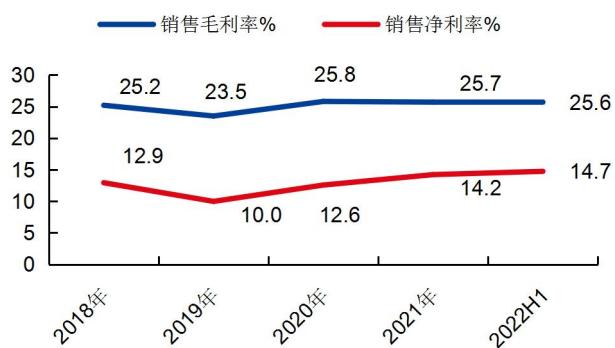
图 2：公司归母净利润及增速变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

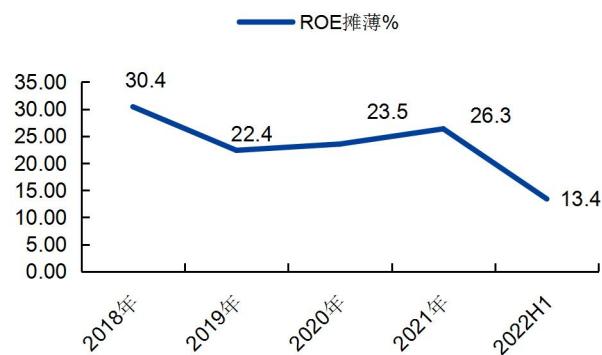
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

## (二) 行业情况

公司主要产品包括各类铜制水暖阀门、管件等，广泛应用于建筑物中的给排水、冷热水供给、采暖、排污等基础设施，阀门和管件是水暖管道系统的重要组成部分，公司隶属于水暖器材行业。

### 1、水暖器材行业

水暖器材主要应用于房屋及城市基础设施等相关领域。全球水暖器材需求市场主要集中于一些已经进入城市化后期的发达国家以及一些正处于城市化进程不断加速的新兴市场国家，其驱动因素主要包括房屋维修与翻新市场及新屋建设市场。

根据美国咨询机构 Global Industry Analysts, Inc.（以下简称“GIA”）2020 年 6 月发布的《Plumbing Fittings and Fixtures -Global Market Trajectory & Analytics》咨询报告显示，**2020 年全球水暖配件的消费市场容量预计为 744 亿美元，预计到 2027 年全球水暖配件消费市场容量将达到 998 亿美元，年复合增长率达到 4.3%。**

根据 GIA 的研究，2020 年，美国水暖配件消费市场容量预计为 201 亿美元，占全球市场份额的 27.02%；欧洲市场约 190 亿美元，约占全球市场容量的四分之一；中国市场约为 130 亿美元，预计 2020-2027 年将以年复合增长率 7.8% 的速度快速增长，预计到 2027 年将达到 219 亿美元的市场规模，占全球水暖配件市场的 22%。

公司目前的产品主要销售区域是美国、欧洲，并正在大力开拓中国市场。在美国市场，根据公司客户及销售部门的估计，上述水暖配件中属于水暖阀门、管件部分的消费市场规模约占 40%，即 2020 年美国的水暖阀门及管件消费市场规模约为 80 亿美元。消费市场的价格通常为采购价格的 4 倍左右，公司主要通过 ODM 或 OEM 方式为知名的水暖设备系统制造商或品牌渠道商供货，主要涉及采购市场，因此，2020 年公司的产品在美国市场所对应的市场规模约为 20 亿美元，约 130 亿元人民币。按上述比例简单估算，2020 年，公司产品在欧洲市场上所对应的市场规模约为 19 亿美元，约 120 亿元人民币；在中国市场上所对应的市场规模约为 80 亿元人民币。综上，以美国、欧洲和中国三大市场估算，公司的产品 2020 年的市场规模约为 330 亿元人民币。

### (三) 公司亮点

1、公司是较为领先的水暖阀门管件专业生产厂商。水暖阀门管件行业竞争较为充分，企业大致可分为三个梯队，分别为综合实力较强的水暖系统服务提供商、ODM/OEM形式的专业水暖器材生产企业及中小型水暖器材生产企业。公司为专业的水暖器材生产厂商，从技术指标来看，公司发明专利数量仅次于艾迪西，实用新型专利数量也位居行业前列；从细分产品来看，公司在铜制阀门、管件领域的经营规模位居行业前列。公司已在业内累积沉淀了近二十年的生产经验和研发技术，获得了包括 RWC、Watts、Oatey 等众多国际知名水暖系统提供商的认可。

2、公司在无铅铜产品方面具备一定的技术及生产效率优势，或将受益于政策驱动下的全球无铅化水暖器材需求增长。长期使用铅含量较高的铜制水暖器材对人体十分危险，因此无铅铜正成为行业发展的重要趋势。无铅铜制品为公司主要产品，报告期内销售占比均达到 49%以上。目前公司已成功掌握先进的无铅铜工艺技术，实现了无铅铜阀门、管件产品的批量生产，产品在连接密封性、使用稳定性和易操作性等产品性能方面形成了明显的技术优势。同时公司针对无铅铜产品形成了一整套独特的加工工艺，大幅提高了生产效率；如针对锻造工艺，公司目前部分产品能够做到一次锻压出两个阀体，而行业内一般一次只能锻压一个阀体；部分产品的阀体的锻压能够做到 1 秒 1 个，而行业内大部分需要 4-5 秒 1 个。目前，全世界只有美国强制使用无铅化，欧洲、加拿大、日韩等主要发达国家正在逐步推行无铅化，行业内预计欧洲在两三年内也将强制无铅化，公司有望受益于政策带动无铅化产品的市场需求进一步扩大；另外，拜登政府正计划将全国范围内饮用水系统中存量的含铅水暖器材全部无铅化，将为无铅水暖器材释放额外的爆发性增量，公司作为北美地区主要的水暖阀门管件厂商之一有望受益。

3、公司拟使用募投资金于越南建设生产基地，有利于公司降低生产及出口成本。公司募投项目中，年产 4,200 万件阀与五金扩产项目（越南）拟于越南前江省建设生产基地，达产后将形成年产 600 万套铜阀门、3,600 万件铜管件的产能。越南拥有较低的劳动力成本，同时考虑劳动力总数增长趋势较快，规模效应也将发挥积极作用，其要素成本优势将有利于公司降低生产成本。该项目扩产的无铅水暖器材主要面向美国市场，海外生产基地也有助于公司降低对美国的出口成本。

### (四) 募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目。

1、**年产 10,000 万件阀与五金建设项目：**本项目系现有产品的扩产项目及新产品的建设项目。项目达产后，将新增现有外销的阀门产品 4,000 万件，并新增面向空调配套厂商销售的空调阀产品 4,500 万件以及内销的暖通产品 1,500 万件。空调阀产品主要包括截止阀和四通换向阀，是铜制水暖阀门门类下的不同品种的产品；暖通产品主要包括暖通系统中的阀门、管件及相关部品、部件。

2、**年产 4,200 万件阀与五金扩产项目：**本项目系现有产品的扩产项目，实施主体为公司的全资子公司金宏铜业（越南）有限公司。项目达产后，将形成年产 600 万套铜阀门、3,600 万件铜管件的生产能力。

**3、研发中心建设项目：**本次研发中心建设项目将新建研发大楼、购置先进研发及检测设备，将在现有产品及技术工艺的基础上，继续聚焦无铅材料及产品的研发。一方面，公司将致力于无铅材料及无铅产品的研发和无铅产品在饮用水领域的推广；另一方面，公司将壮大自身核心研发及制造团队，进行新产品的自主设计与生产工序的设定，从而满足客户需求。

**表 1：公司 IPO 募投项目概况**

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	年产 10,000 万件阀与五金建设项目	40,584.44	40,584.44	3 年
2	年产 4,200 万件阀与五金扩产项目	6,860.00	6,860.00	1.5 年
3	研发中心建设项目	4,505.41	4,505.41	-
	<b>合计</b>	<b>51,949.85</b>	<b>51,949.85</b>	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

## （五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 7.41 亿元，同比增长 33.41%；实现归属于母公司净利润 1.07 亿元，同比增长 51.83%。根据初步预测，公司预计 2022 年 1-9 月实现营业收入 60,000 万元至 64,000 万元，较上年同期变动 6.79%至 13.91%；预计归属于母公司股东的净利润为 9,000 万元至 9,800 万元，较上年同期变动 7.75%至 17.33%；预计扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 8,750 万元至 9,550 万元，较上年同期变动 7.90%至 17.77%。2022 年 1-9 月的收入和利润增长幅度低于 2022 年 1-6 月，主要系由于高温天气下欧美房地产企业短期停工所致；利润增幅略高于收入增幅，主要由于 2022 年 1-9 月公司持续优化外币借款规模，有效管理汇兑损益风险，使财务费用显著减少。

公司主要从事水暖器材的设计、开发、生产、销售，选取主要产品较为相似的永和智控、海鸥住工作为可比公司。根据上述可比公司，平均收入规模为 25.68 亿元，PE-TTM（剔除永和智控/算数平均）为 56.33X（因考虑到永和智控业务包括医疗服务，PE-TTM 参考性较差），平均销售毛利率为 23.30%。相较而言，公司的营收规模低于行业平均，但销售毛利率高于行业平均。

**表 2：同行业上市公司指标对比**

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收 入(亿元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年销 售毛利率	2021 年 ROE 摊薄
002084.SZ	海鸥住工	26.23	56.33	41.26	23.52%	0.86	-43.75%	18.25%	4.70%
002795.SZ	永和智控	25.36	106.54	10.09	55.71%	0.19	44.55%	28.35%	2.42%
301309.SZ	万得凯	/	/	7.41	33.41%	1.07	51.83%	25.70%	26.34%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## （六）风险提示

中美贸易摩擦加剧风险、原材料价格波动风险、主要客户较为集中的风险、外协加工和委托加工比例较高的风险、存货跌价风险、汇率波动风险、应收账款坏账损失风险、主要进口国贸易政策变化风险、产品质量风险等风险。

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)