

# 大元泵业：热泵助力，屏蔽泵应用延展拓空间

公司专题 · 深度报告

家用电器 · 其他家电

投资评级：买入（首次覆盖）

证券分析师：陈伟奇  
0755-81982606  
chenweiqi@guosen.com.cn  
S0980520110004

证券分析师：王兆康  
0755-81983063  
wangzk@guosen.com.cn  
S0980520120004

联系人：邹会阳  
0755-81981518  
zouhuiyang@guosen.com.cn

## □ 大元泵业：专注屏蔽泵的细分龙头

- 公司专注于屏蔽泵的生产销售，拥有品牌“大元”、“新沪”，下游包括家用（热泵、壁挂炉配套的热水循环屏蔽泵）、民用（井用、给排水、潜水等）和工业（石化、航空、医疗等），2022H1收入+1%至6.8亿元，归母净利润+35%至1.0亿元。

## □ 产业机遇：能源危机下欧美热泵需求旺盛，大元旗下家用热水循环屏蔽泵有望受益实现量价齐升

- 热泵作为壁挂炉的理想替代，预计2022-25年欧美销量有望保持26%的增长至1000万台，进而拉动上游零部件热水循环屏蔽泵需求高增达千万只；海外热泵及屏蔽泵厂商在产能和成本劣势下，或被以大元为代表的内资龙头持续抢占份额；
- 公司2021年热水循环屏蔽泵销量353万台（壁挂炉配套为主），国内份额高且客户基础扎实，客户囊括国内外家电和壁挂炉龙头。而热泵的客户与壁挂炉客户高度相近，且热泵配套的节能产品价格更高，作为纯增量望拉动内外销量价齐升。

## □ 增长点不止于家用：工业与车用有望形成新的增长极

- 工业：石化领域客户关系稳定、进入门槛高，且近年高位维稳的资本开支保障了需求稳定，同时公司大力拓展清洁能源、医疗器械、半导体等新领域已实现量产带来新增长动力；
- 新能源：新能源车用液冷泵近2000万只的长期空间巨大，公司氢燃料电池液冷泵优势明显，主流锂电池泵望逐步放量。

## □ 对标海外龙头：抓住机遇实现规模效应后，成长空间广阔

- 国际水泵行业集中度并不低且龙头EBIT率大多高于10%，参考百亿收入的龙头格兰富发展历程，把握发展红利期后形成规模效应进而实现扩张是晋升龙头的重要因素。因此大元面对潜在爆发的热泵市场，同样有望步龙头国际化发展之路。

## □ 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

- 预计2022-2024年归母净利润同比增长47%、29%、21%至2.2、2.8、3.4亿元，对应PE为17、13、11倍。考虑可比公司估值，给予目标市值50-53亿元，首次覆盖，给予“买入”评级；

## □ 风险提示：热泵配套需求增长不及预期；工业和车用泵新客户开拓不及预期；竞争加剧影响盈利能力。同时需要关注盈利能力风险。公司原材料占比较高，若上游不锈钢、铝等大宗原材料短时间大幅上涨，则会产生价格传导不及时，影响毛利率的风险



- 屏蔽泵细分龙头，稳态净利润率15%+
- 热泵配套需求拉动中期量价齐升
- 工业、民用泵基础好，热管理具备放量潜力

## 家用屏蔽泵



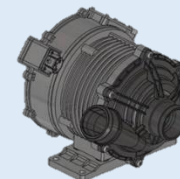
- **历史：**壁挂炉内外销配套，份额内资厂商领先
- **未来：**欧美热泵配套潜在需求千万台
- 国产替代拉动量增；节能产品拉动价升

## 工业屏蔽泵



- **历史：**石化为主，门槛高、客户关系和需求稳定，复合增速30%+
- **未来：**拓展清洁能源、医疗器械、半导体等新领域贡献增速

## 新能源液冷泵



- 液冷泵是新能源车热管理核心部件，远期市场规模超**2000万只**
- 公司在高门槛的**氢燃料电池液冷泵**技术领先优势明显，主流锂电池泵望逐步放量

## 民用屏蔽泵



- 主要应用在农林畜牧、工商业民用、市政环保水务等
- 需求相对稳定，整体稳中有增

**2021年：**为壁挂炉配套，352万台/5亿+收入  
**远期：**热泵配套，增量417万台/10亿+收入

**2021年：**石化为主，收入**1.1亿**(+20%)  
老客户需求稳定，新客户低基数拉增长

**2022H1收入900万接近2021全年**  
锂电池液冷泵获奇瑞、零跑认可

2021年收入7.1亿  
近5年CAGR为8%

| 盈利预测和财务指标                                     | 2020  | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)                                     | 1,413 | 1,484  | 1,500 | 1,792 | 2,102 |
| (+/-%)                                        | 24.5% | 5.0%   | 1.0%  | 19.4% | 17.3% |
| 净利润(百万元)                                      | 213   | 147    | 216   | 279   | 338   |
| (+/-%)                                        | 25.0% | -31.0% | 46.6% | 29.3% | 21.1% |
| 每股收益(元)                                       | 1.27  | 0.87   | 1.28  | 1.66  | 2.01  |
| EBIT Margin                                   | 16.5% | 10.5%  | 14.8% | 16.8% | 17.5% |
| 净资产收益率(ROE)                                   | 16.9% | 11.6%  | 15.3% | 17.5% | 18.6% |
| 市盈率(PE)                                       | 17.5  | 25.4   | 17.4  | 13.4  | 11.1  |
| EV/EBITDA                                     | 15.1  | 21.2   | 16.0  | 12.1  | 9.8   |
| 市净率(PB)                                       | 2.96  | 2.94   | 2.65  | 2.35  | 2.06  |
| 资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测      注: 摊薄每股收益按最新总股本计算 |       |        |       |       |       |

- [ 01 ] 大元泵业：屏蔽泵细分龙头
- [ 02 ] 家用屏蔽泵：海外热泵高增拉动零部件需求
- [ 03 ] 兼具  $\beta$  与  $\alpha$ ，大元旗下屏蔽泵望实现量价齐升
- [ 04 ] 细分领域亮点频现，场景扩展打开空间
- [ 05 ] 盈利预测、投资建议及风险提示

# 01 | 大元泵业：屏蔽泵细分龙头



## 家用屏蔽泵

壁挂炉、热泵等  
配套的热水循环  
屏蔽泵



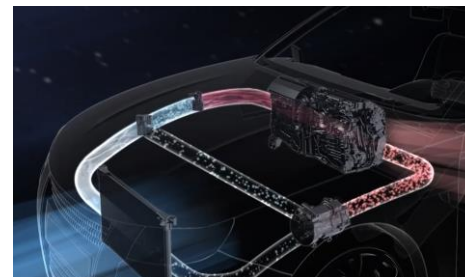
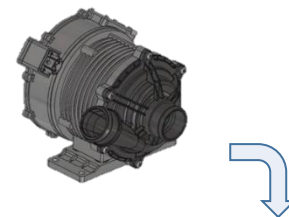
## 工业屏蔽泵

高端石化、清洁能  
源、航天、电子、  
医疗器械、环保等



## 新能源车用液冷泵

用于热管理，主要  
为氢燃料电池液冷  
泵和李电池液冷泵



## 民用屏蔽泵

农业、生活供水、  
工商业管道增压、  
污水处理等



## □ “大元” + “新沪” 构筑屏蔽泵细分龙头

- 公司成立于1990年，2007年大股东共同设立合肥新沪泵业，正式进军屏蔽泵。2012年公司全资收购合肥新沪，完善“大元” + “新沪” 的品牌矩阵，2017年上市后规模稳健长。2022年成立全资子公司新沪新能源，强化液冷车泵布局

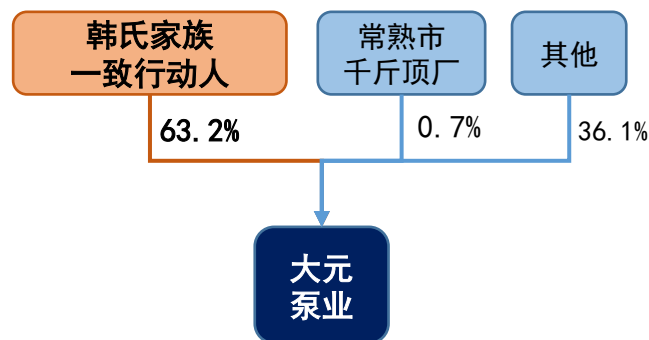
## □ 家族股权结构稳定，股权激励

- 公司为家族企业，近年大股东及一致行动人持股稳定；
- **股权激励到位**：2020年发布限制性股票激励，其中**核心骨干人员150人，占总股本1.88%**。授予价格8.76元，业绩考核为以2019年净利润为基数，2020-2022年增速不低于10%、21%、33%（年复合增速10%）。

### 公司用十年时间成长为国内屏蔽泵龙头



### 公司家族持股比例高，近年保持稳定



### 公司拥有行业经验丰富的高学历职业经理人

| 激励对象       | 授予时数量<br>占总股本 | 授予价格及业绩考核                                                                                                              |
|------------|---------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 董事、董秘、财务总监 | 0.18%         | <ul style="list-style-type: none"> <li>授予价格8.76元</li> <li>以2019年净利润为基数，2020-2022年增速不低于10%、21%、33%（年复合增速10%）</li> </ul> |
| 核心骨干150人   | 1.88%         |                                                                                                                        |
| 预留部分       | 0.5%          |                                                                                                                        |

# 屏蔽泵覆盖领域广，近年收入稳增

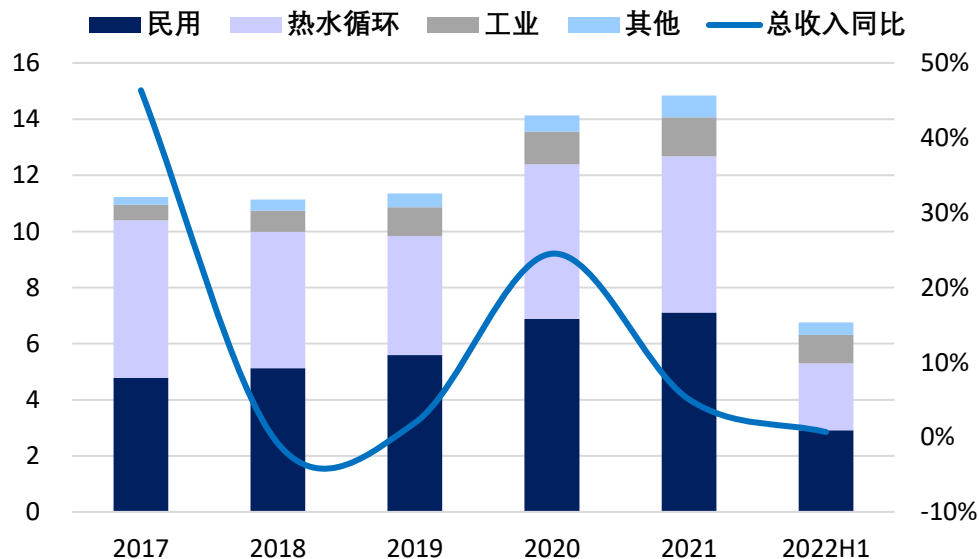
## □ 民用与家用贡献主要收入，工业屏蔽泵高速增长

- 公司近四年收入复合增速7.2%，2021年收入14.8亿，民用和家用稳中有增，工业屏蔽泵复合增速超30%贡献增量

## □ 分板块看各业务的特性：稳健与弹性并存

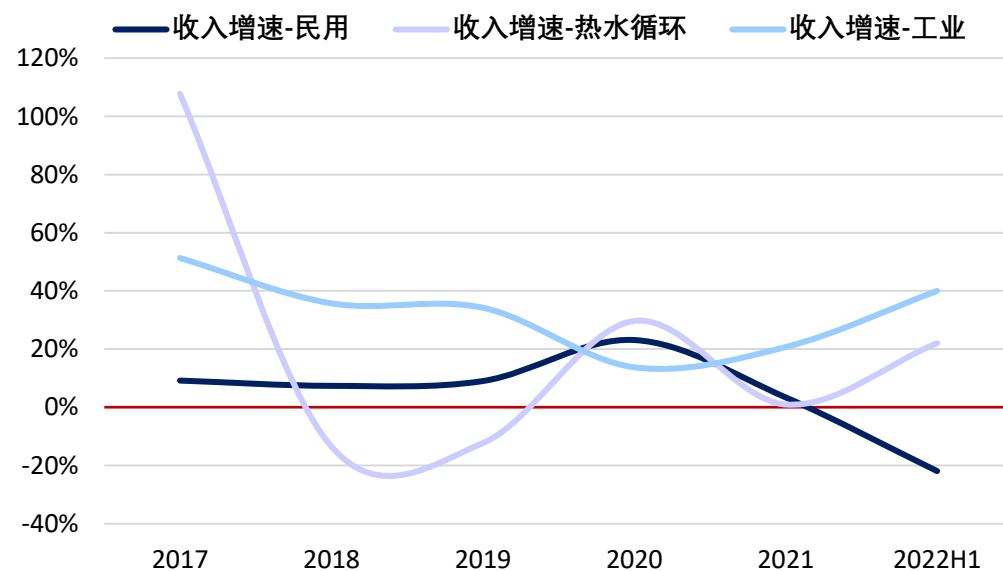
- 热水循环屏蔽泵：以壁挂炉、热泵配套为主，与下游C端需求密切相关，历史受“煤改气”等影响销售先升再降
- 工业屏蔽泵：石化为主，还包含制冷、电子、航天军工等领域，近年通过不断拓展新客户、新领域实现高增速
- 民用屏蔽泵：下游涵盖农林畜牧、工商民用、城市与乡村建设、环保水务等，需求刚性且整体规模稳中有增
- 车用液冷泵：用于新能源车热管理系统，公司以氢燃料电池液冷泵切入，主流锂电池逐步拓展，2022H1收入0.09亿

公司历史收入稳健增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理；注：2018年起热水循环收入收窄主要系国内煤改气接近尾声，壁挂炉配套需求减弱，对应收入、员工人数等均有减少

民用收入增速相对稳定、热水循环屏蔽泵与下游强相关



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理；注：2022H1民用下滑主要受疫情和原材料成本影响

# 盈利能力有望迎来结构性和成本端双重改善

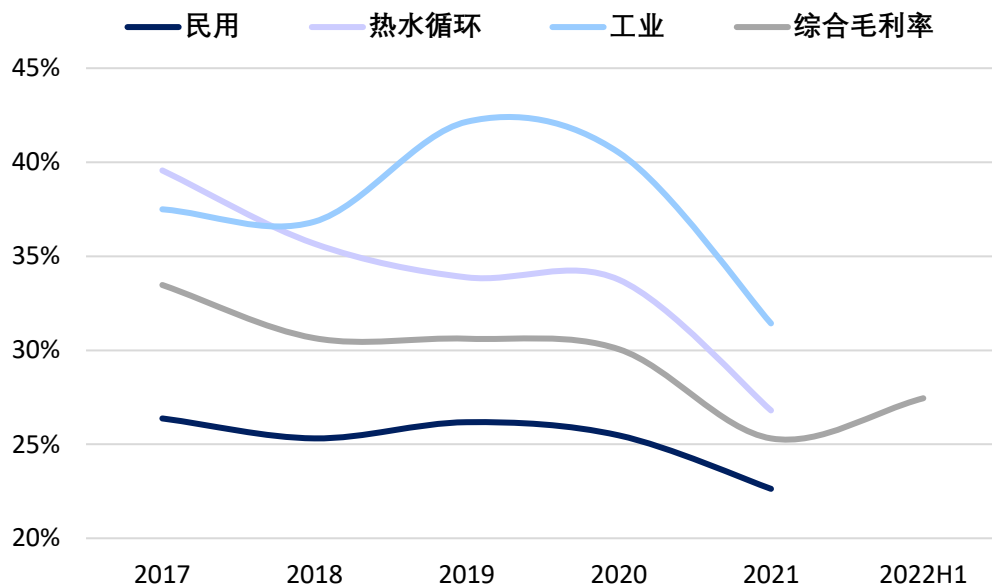
## □ 毛利率受原材料影响波动，工业屏蔽泵等高盈利产品有望结构性提升毛利率

- 公司历史毛利率维持在30%+水平，2021年受原材料上涨影响下滑，2022H1回升1.2pct至27.5%
- 结构来看，高增速的工业屏蔽泵、家用节能屏蔽泵的量价齐升有望带来未来毛利率的提升

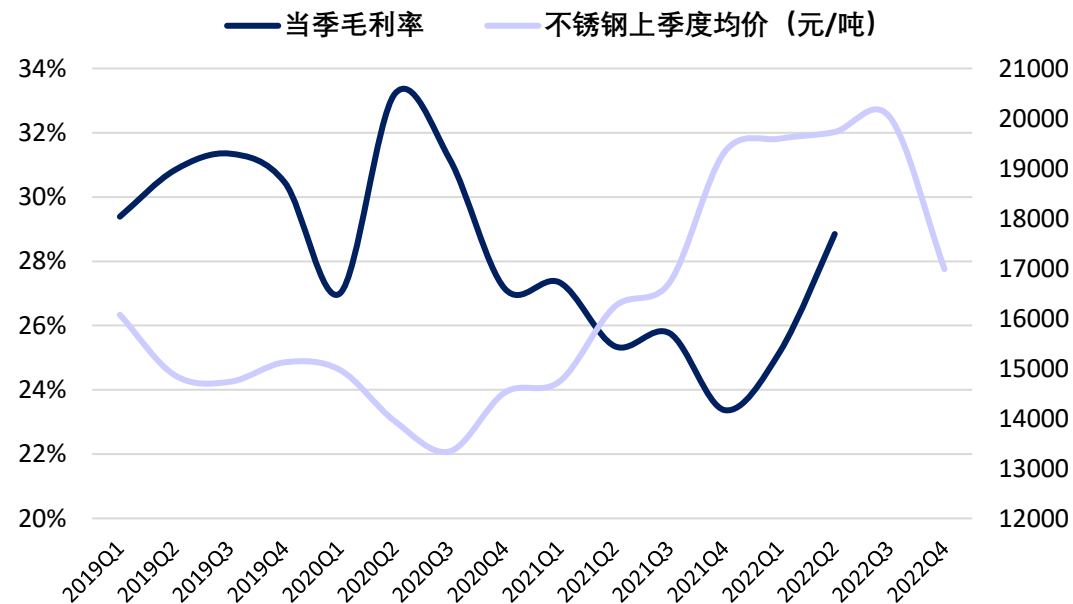
## □ 成本端压力最大的时期或已度过

- 公司产品原材料的成本占比超80%，以铸铁件、漆包线等大宗材料为主
- 对比占比最高的钢材价格和季度毛利率，预计毛利率对原材料价格的反应滞后中枢约1个季度，预计原材料对毛利率影响最大的时期已经逐步度过

工业领域毛利率较高



原材料压力下2021年底毛利率触底



# 盈利能力保持高水平，财务稳健，发行可转债助力产能提升

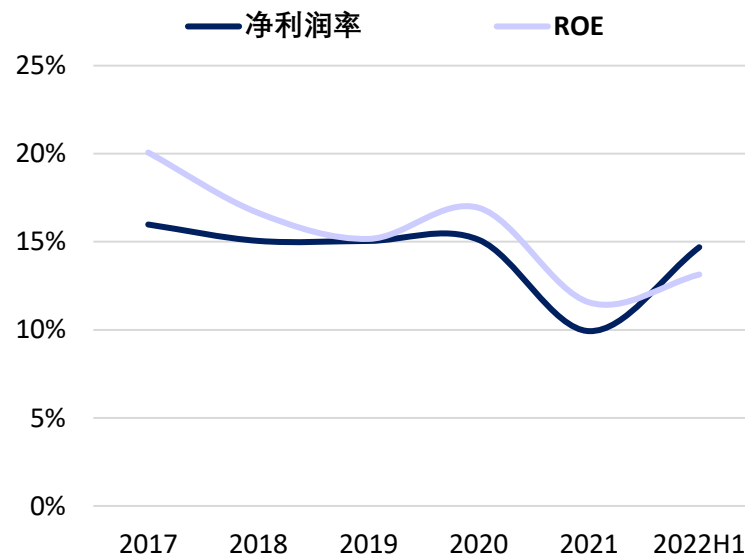
## □ 高净利润率高ROE，现金流质量佳

- 相比一般制造业，公司在相对较高毛利率和稳定费用投放拉动下，历史净利润率基本保持在15%+的水平，稳定的杠杆率和总资产周占率使公司ROE也保持相对较高水平
- 公司除可转债外有息负债处于低水平，2022H1末短期/长期借款余额为0，剔除预收后的资产负债率仅19%
- 经营性净现金流量近年同样保持稳中有增，2022H1经营性净现金同比上升5%

## □ 发行4.5亿可转债增强资金实力，助力产能提升

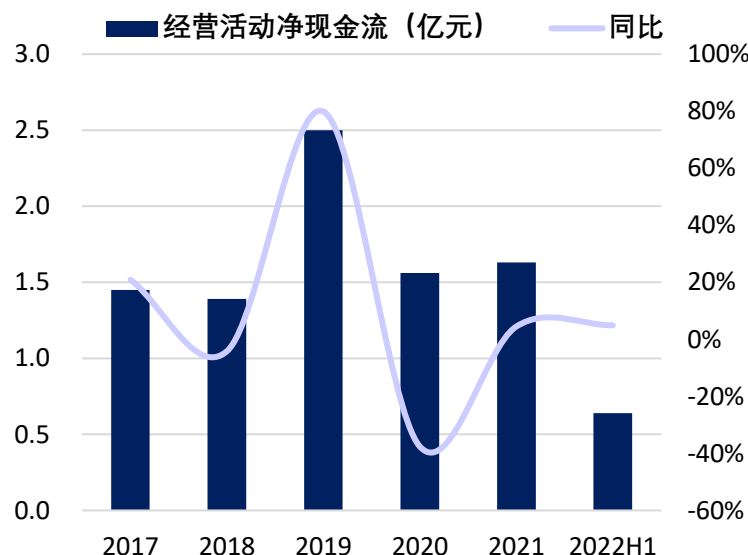
- 2022年10月公司可转债过会，拟发行4.5亿元用于节能屏蔽泵产能扩张和民用水泵技改（总投资10亿元）

历史净利润率15%+，2021年受原材料影响下滑



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

现金流保持稳中有增



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

注：2019年现金流增长主要由于贷款结算和政府补助款集中确认导致

4.5亿可转债主要用于扩充产能和技改

| 项目                  | 投资总额<br>(亿元) | 拟使用募集<br>资金 (亿元) |
|---------------------|--------------|------------------|
| 年产400万台<br>民用水泵技改   | 5.23         | -                |
| 年产300万台<br>高效节能水泵扩能 | 4.80         | 4.20             |
| 补充流动资金              | 0.30         | 0.30             |
| 合计                  | 10.33        | 4.50             |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 02 | 家用屏蔽泵： 海外热泵高增拉动零部件需求

# 欧洲取暖天然气依赖度高，用气危机下热泵望迎来爆发

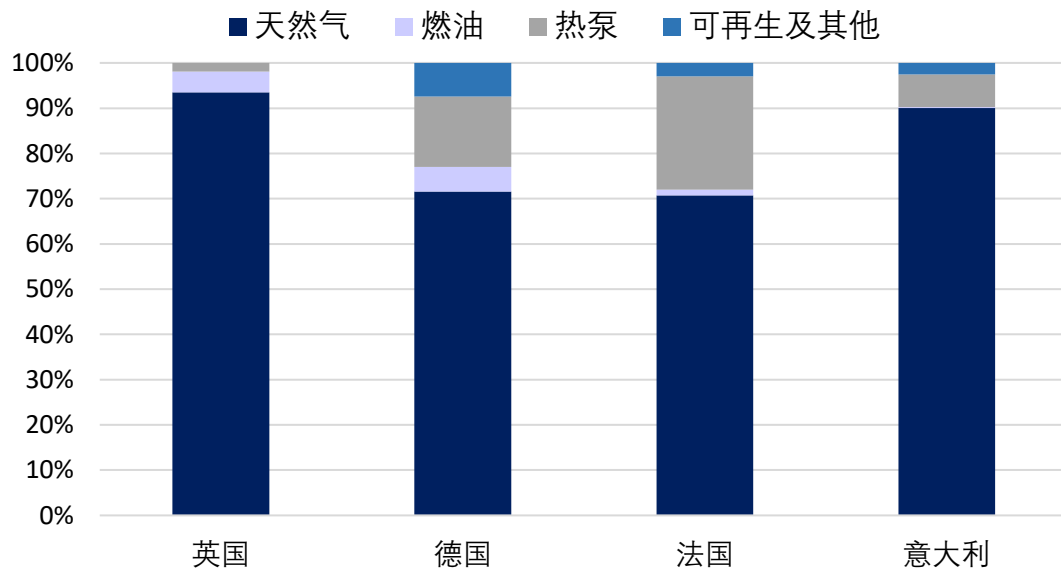
## □ 欧洲国家供热严重依赖天然气

- 欧洲的取暖设备以天然气、燃油、生物质和热泵构成，其中天然气占据绝对高比例，而欧洲过往的天然气主要依赖俄罗斯的管道气进口；

## □ 催化：俄乌冲突+双碳政策加速化石能源占比下降

- 俄乌冲突爆发以来，欧洲天然气价格飙升，尽管欧盟公布RePowerEU方案，计划在2030年前逐步摆脱对俄罗斯的化石能源依赖，但短期内较高的天然气依赖度迫使欧洲需要尽快进行高效率的取暖设备替代，而热泵作为节能和高效的供热设备，在能源价格高企背景下性价比和效率优势凸显。

欧洲国家天然气取暖设备的销售量占比高



资料来源：EHI、国信证券经济研究所整理

2022年以来气价重新攀升至高位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：1色姆约等于2.8标方天然气

# 空气源热泵：高效节能无污染，功能多元用途广

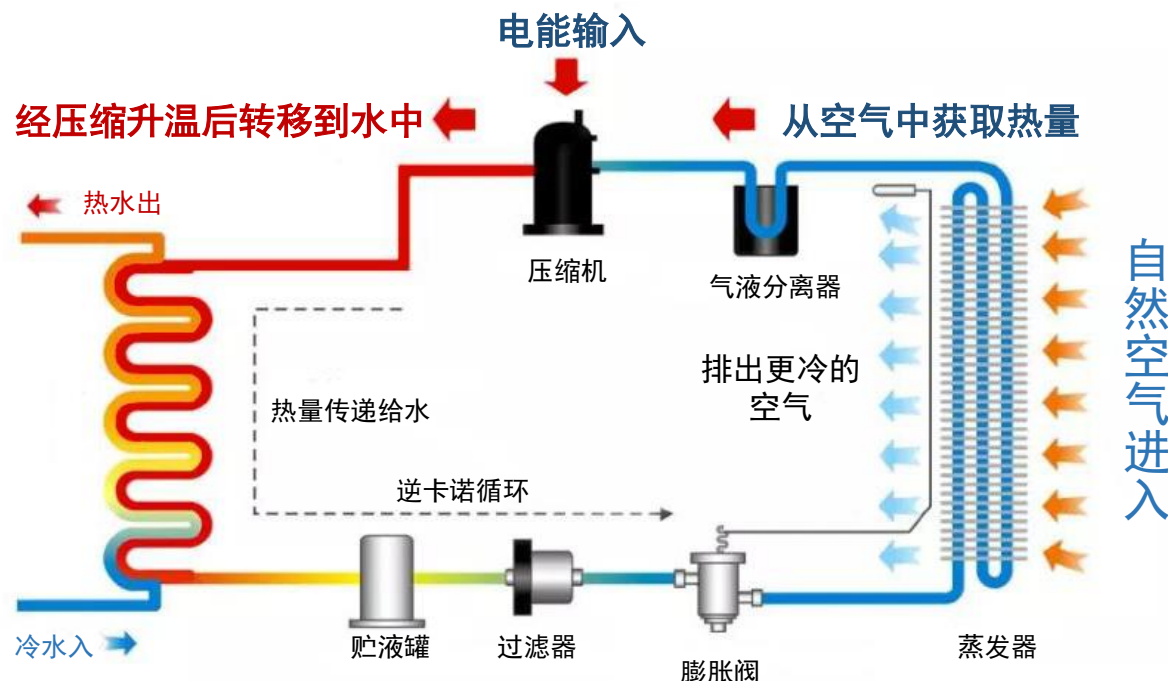
## □ 空气源热泵高效利用空气热能和少量电能，可替代燃气等能源，节能无污染

- 空气源热泵是利用逆卡诺循环原理，用少量电能驱动热泵机组，通过热泵系统中的工作介质（冷媒）进行变相循环，把空气中的低品位热能吸收压缩升温后，再将热能转移至水中，以此实现制热等功能的一种高效集热并转移热量的节能技术。同时，热泵也可逆向循环，以实现制冷功能，主要原理与空调相似。
- 空气源热泵有效利用**空气热能**这一可再生能源，**仅依靠少量电能驱动压缩机**，**可替代燃气等能源制热**，节能效果显著，运行中可以做到**零污染**。
- 根据EMI测算，用热泵代替化石燃料锅炉，可以节省约**50%**的一次能源；如果用热泵代替电加热系统，可节省**65%-75%**的终端/一次能源。

空气源热泵使用示意图



空气源热泵运行主要以电能和空气热交换为主



# 热泵上游：热水循环屏蔽泵是重要零部件

## □ 家用热水循环屏蔽泵是热泵的重要零部件

- 热水循环泵起到了为壁挂炉、热泵等水循环提供动力的作用
- 而屏蔽泵对比传统家用水泵，其泵体和电机一体的结构实现了完全密封避免泄露

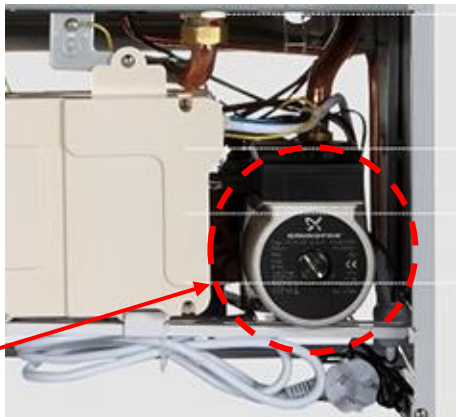
## □ 热水循环屏蔽泵的价值一般占热泵成本不高，但其节能性对热泵性能的影响大

- 热泵配套的热水循环屏蔽泵一般单价在200元左右，占热泵总成本比例仅5%
- 尽管成本占比不高，但能耗一般能占到热泵的近10%，因此泵的节能性对于热泵整体能耗来说至关重要

### 热水循环屏蔽泵是壁挂炉、热泵等关键零部件

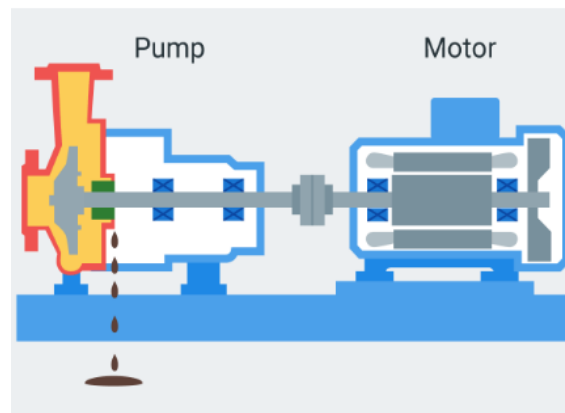


屏蔽泵是壁挂炉、热泵等关键零部件  
起到为水循环提供动力的作用

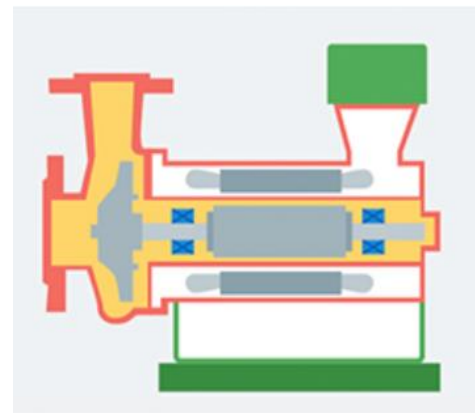


### 屏蔽泵相比传统泵实现了零泄漏

传统泵：电机与泵体分离



屏蔽泵：电机与泵体一体

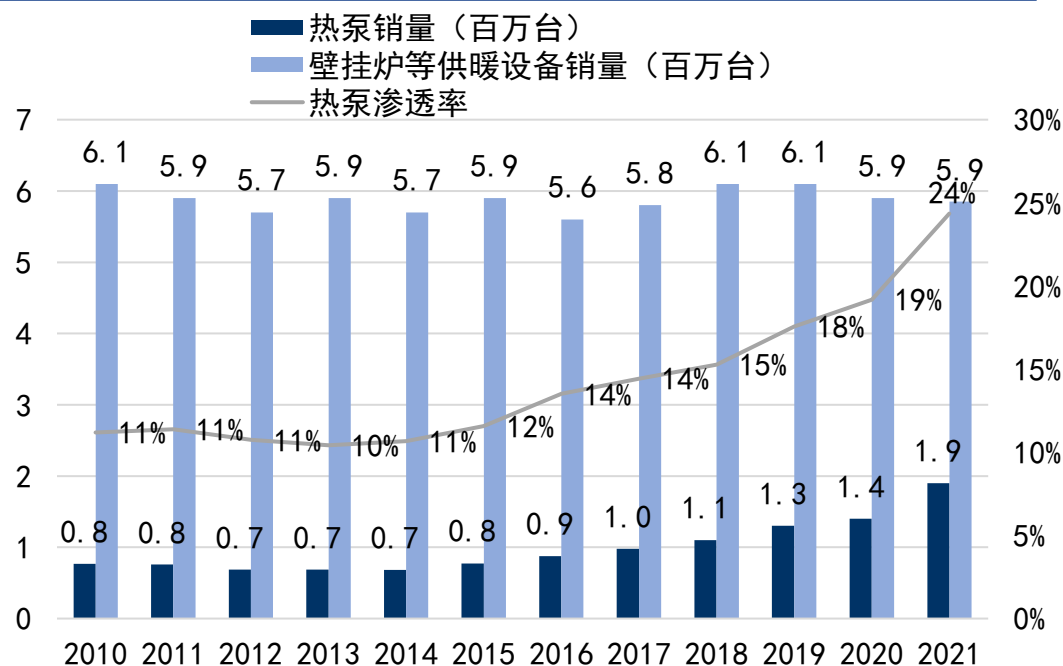


# 欧洲热泵渗透率仅有24%，政策催化行业加速发展

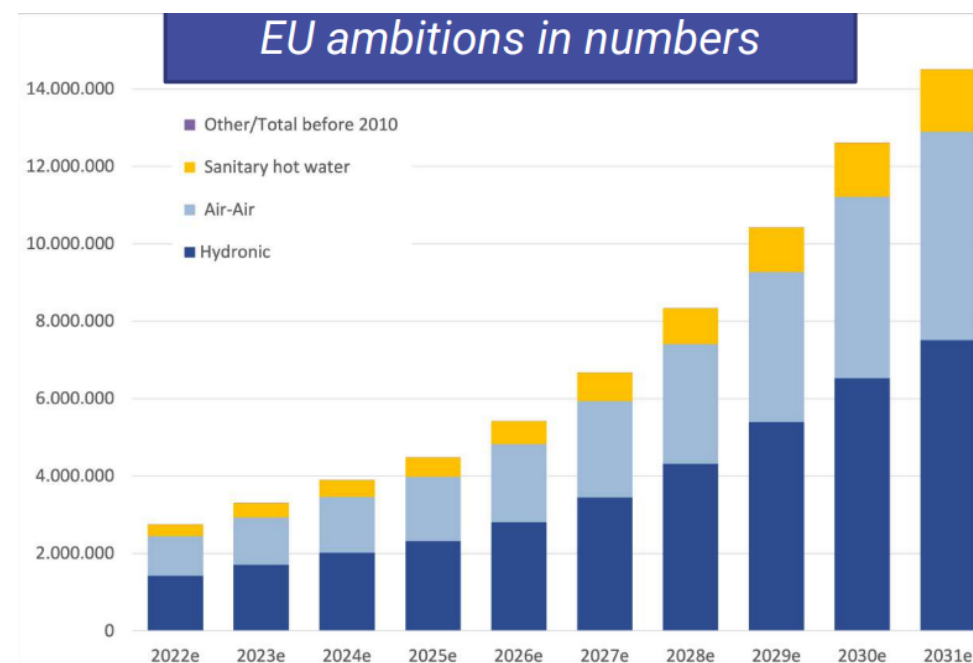
## □ 欧洲热泵在制热设备中的销量渗透率仅有24%，政策有望拉动热泵销量持续高增长

- 2021年欧洲热泵销量占壁挂炉等制热设备销量的24%，累计安装1698万台，约占供暖市场的14%，渗透率依然较低。
- EHPA预计，随着各国先后制定和颁布清洁能源政策，热泵正迅速成为新建筑的标准解决方案，到2026年，欧盟热泵市场规模将超过150亿美元，热泵销量将实现翻倍，达到400万台（2021-2026 CAGR达13%）。欧盟在REPowerEU中计划在2030年全欧盟热泵累计安装量达到6000万台。
- 欧洲热泵协会估计，欧洲热泵的潜在年销量为680万台，潜在总安装量为8990万台。

### 热泵在欧洲制热设备中的渗透率依然较低



### REPowerEU规划热泵保有率到2031年提升至41%



## □ 从需求角度看：俄气减供迫使欧洲热泵保有户数迅速提升

- 2021年欧洲热泵家庭保有率约为**13%**，假设五年后俄气占比降低使欧洲**30%**的家庭均需安装热泵，同时考虑每年稳定的更新需求，预计未来欧洲热泵销量达到**500万台**的水平，且增速高峰期预计在2023-2024年到来，预计快于欧盟五年内新安装1000万台热泵的目标

若五年内欧洲热泵的保有水平需要提升到30%，则热泵新增需求量在2023-2024年达到高峰

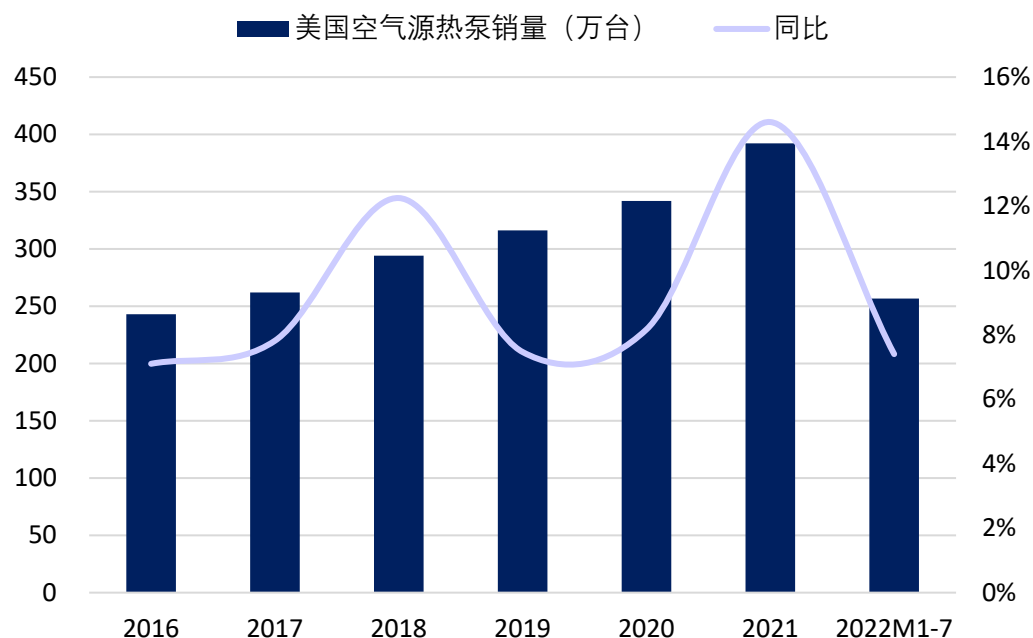
|                              | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 欧洲28国户数（亿户）                  | 1.2   |       |       |       |       |       |
| 热泵累计安装保有（万台）                 | 1530  | 1770  | 2190  | 2730  | 3210  | 3600  |
| 热泵保有率                        | 12.8% | 14.8% | 18.3% | 22.8% | 26.8% | 30.0% |
| 空气源热泵-增量销量（万台）               | 121   | 240   | 420   | 540   | 480   | 390   |
| 空气源热泵-更新销量<br>（万台，假设10年更新周期） | 69    | 69    | 68    | 77    | 88    | 98    |
| 热泵总销量                        | 190   | 309   | 488   | 617   | 568   | 488   |
| yoy                          | 36%   | 63%   | 58%   | 26%   | -8%   | -14%  |

# 热泵的几个核心问题——美国的规模潜力

## □ 美国存量规模和潜力或大于欧洲，补贴政策大幅加码利好热泵新购置群体

- 美国近五年空气源热泵销量保持了10%的复合增速，近400万台的销量高于欧洲，但在气价提升叠加政府补贴提升背景下，热泵销量增速保持了较好的韧性；
- **通胀削减法案**：在2032年前，清洁能源领域的投资金额3690亿美元，涉及热泵约为45亿美元，根据家庭收入水平，消费者购置热泵可获得2000-8000美元的补贴返现，低收入家庭基本可以依靠补贴获得热泵成本的全部返现；
- 能源局**2022年底**推出补贴细则和操作指引，补贴和税收抵扣落地预计于**2023年1月**开始。

美国空气源热泵销量近年同样保持较高速增长



资料来源：美国空调供暖和制冷工业协会（AHRI），国信证券经济研究所整理

通胀削减法案显著提升中低收入家庭热泵购买能力

| 家庭收入水平                                                                            | 热泵补贴政策（补贴上限为14000美元）                                                                                              |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 当地区域中位数<br>80%以下                                                                  | <ul style="list-style-type: none"><li>100%返还热泵购买支出，最高返还额度\$8000；</li><li>热泵支出的30%可在税收时直接减免，最高减免额度\$2000</li></ul> |
| 当地区域中位数<br>81%-150%                                                               | <ul style="list-style-type: none"><li>50%返还热泵购买支出；</li><li>热泵支出的30%可在税收时直接减免，最高减免额度\$2000</li></ul>               |
| 当地区域中位数<br>150%以上                                                                 | <ul style="list-style-type: none"><li>热泵支出的30%可在税收时直接减免，最高减免额度\$2000</li></ul>                                    |
| 政策还包含窗户/天窗(\$600)、大门(\$500)节能改造的税收抵扣，以及升级断路器箱(\$4000)、电路(\$2000)、热泵热水器(\$1750)等返现 |                                                                                                                   |

资料来源：美国通胀削减法案，美国能源局，国信证券经济研究所整理

# 热泵的几个核心问题——格局或可参考国内中央空调发展历史

## □ 欧洲龙头历史份额较为稳定

- 传统国际龙头（大金、博时）和欧洲本土龙头整体份额预计70%+，但整体偏中高端且以本土产能为主

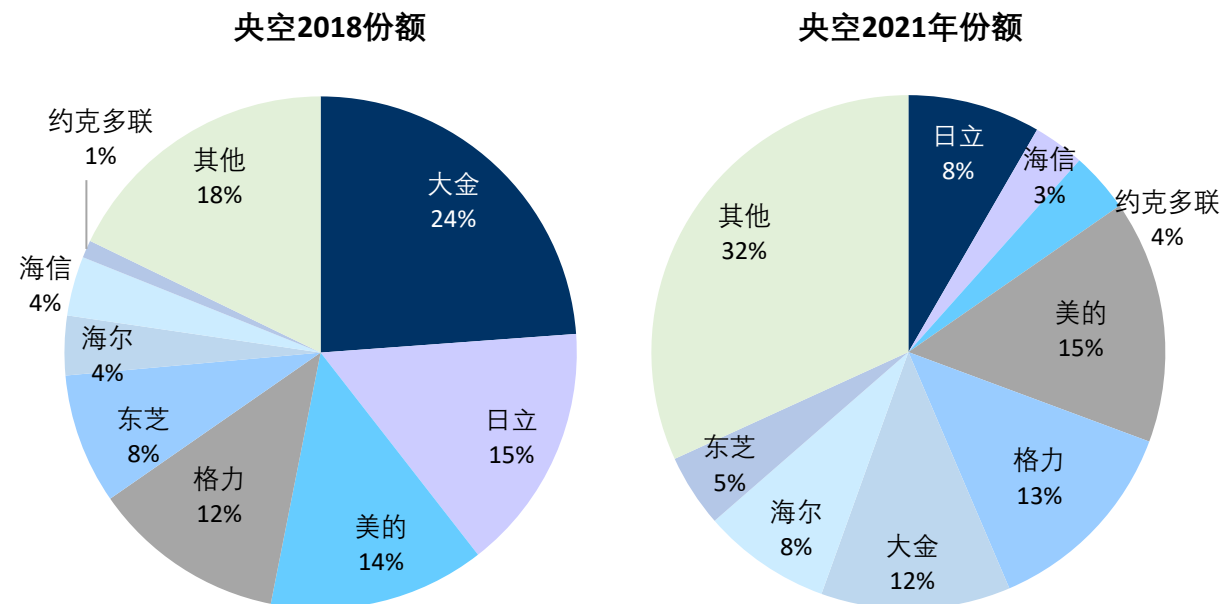
## □ 热泵未来格局或可参考国内中央空调的发展历程

- 壁垒、竞争要素与主要玩家较为类似，内资品牌有望抢占大金等日系厂商份额
- 内资品牌优势：技术自2019年起逐步成熟，产能灵活度、价格/成本优势更加贴合行业短期需求爆发的特点
- 内资品牌劣势：品牌知名度低、欧洲本土渠道/安装等环节仍有盲点

欧洲热泵主要玩家市场集中度预计较高

| 主要公司     | 相关业务规模（2021年）       | 欧洲预计份额 |
|----------|---------------------|--------|
| 大金       | 45亿美元<br>（欧洲总收入）    | ~20%   |
| 博世       | 40亿欧元<br>（全球热力业务收入） | ~20%   |
| 威能       | 250万台供热机组、100万台热水器  | 10%+   |
| Atlantic | 27亿欧元<br>（全球收入）     | 10%+   |
| 菲斯曼      | 34亿欧元（全球），其中热泵占比41% | 10%+   |

参考国内中央空调历史份额，国际龙头份额向内资品牌集中



# 热泵上游——家用屏蔽泵望实现高增

- ❑ 屏蔽泵总需求随热泵上量对应提升，假设美国热泵未来保持10%的复合增速，则预计2024年欧美热泵配套的家用屏蔽泵需求量即超千亿台。
- ❑ 当前欧美热泵配套的屏蔽水泵主要为外资品牌，但内资屏蔽泵有望迎来量价双重机遇
  - 内资热泵品牌出海拉动需求：随着国内热泵龙头（美的、格力、海尔等）出口的快速上量，被动提升份额；
  - 依靠性价比优势替代外资屏蔽泵供应商：对海外龙头（大金、威能、菲斯曼等）原有供应商格兰富、威乐等传统屏蔽泵龙头进行“进口替代”；
  - 欧洲对热泵配套的节能泵的零部件节能性等指标要求更高，使高单价的节能泵占比提升进而拉高自身均价。

欧美未来热泵配套的屏蔽泵需求超过千万台

|                 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 美国热泵销量（万台）      | 392  | 421   | 484   | 533   | 575   |
| 欧洲热泵销量（万台）      | 190  | 309   | 488   | 617   | 568   |
| 欧美家用屏蔽泵总需求量（万台） | 582  | 730   | 972   | 1150  | 1143  |

随着进口替代的进行，热泵配套屏蔽泵出口望迎量价齐升

|                | 2021 | 2025E | 备注及假设                                                 |
|----------------|------|-------|-------------------------------------------------------|
| 欧美热泵需求量(万台)    | 582  | 1143  | 基于前文欧美热泵测算                                            |
| 欧美本土屏蔽泵供应量(万台) | 407  | 441   | 假设2021年国内屏蔽泵出口量占欧美总需求的30%。假设欧美本土供应量保持平稳略增，其余产能为国内出口补足 |
| 国内屏蔽泵出口量(万台)   | 175  | 702   |                                                       |
| 海外屏蔽泵出厂价(人民币)  | 350  | 350   | 在高端泵占比提升拉动下，出口单价靠近海外价格                                |
| 国内出口单价(人民币)    | 180  | 300   |                                                       |
| 家用屏蔽泵出口规模(亿元)  | 3.3  | 21.1  | 2021-25复合增速59%                                        |

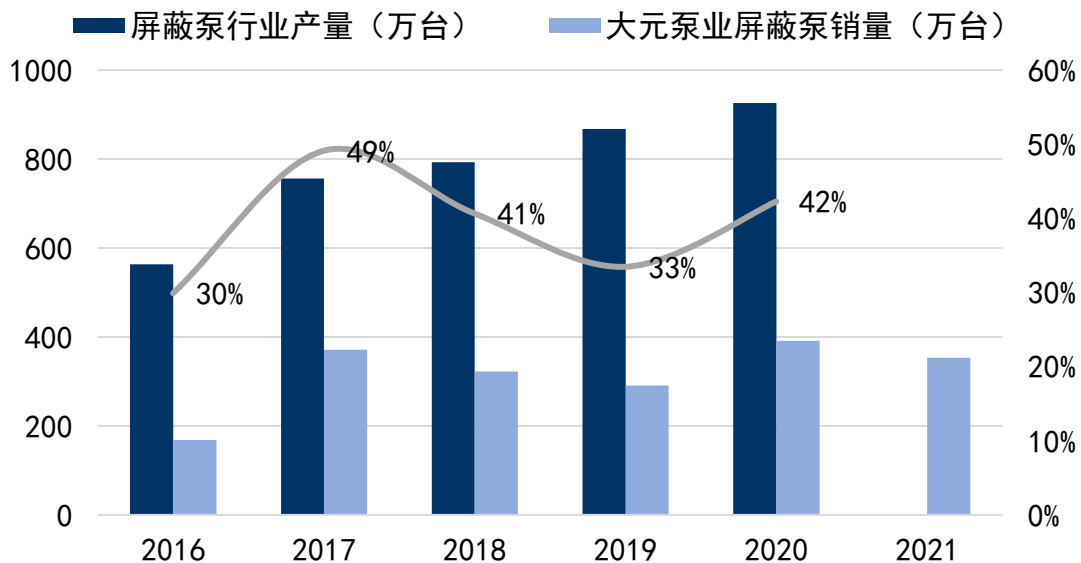
资料来源：AHRI，EHPA，国信证券经济研究所整理及预测

资料来源：AHRI，EHPA，海关总署，格兰富官网，国信证券经济研究所整理及预测  
注：2021年出口单价参考海关总署“转速<1万转/分的其他离心泵”，包含部分非家用屏蔽泵

# 格局判断：尽管水泵品类众多，但家用屏蔽泵集中度并不低

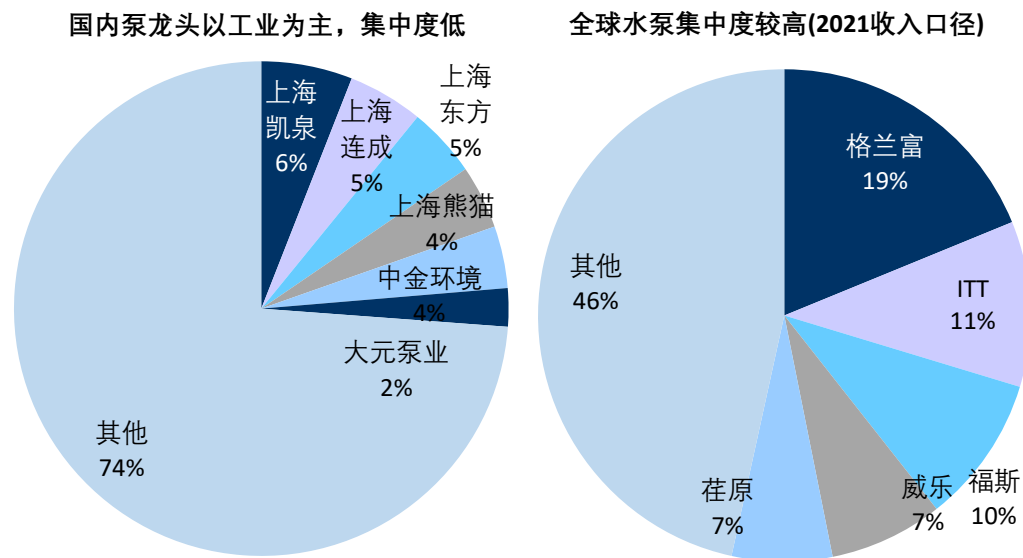
- 国内：热水循环屏蔽泵细分领域门槛更高。参考新沪的历史数据，2016年其热水循环屏蔽泵内销量约98万台，若假设国内壁挂炉和热泵是热水循环屏蔽泵的主要应用领域，则2016年新沪热水循环屏蔽泵的内销市占率高达31%。
  - 热水循环屏蔽泵的高集中度或由于行业规模有限但产品门槛高，投入与规模不高的企业很难形成规模效应
  - 但水泵整体集中度仍低，国内规上水泵企业超千家，10亿+收入仅十余家，区域性强势企业较多，价格竞争激烈
- 国际：水泵整体行业集中度高于国内。全球水泵（不含国内及出口）约254亿美元的规模下，国际龙头以2021年收入计，CR5已达54%，走向国际化后产品力、标准认证、品牌力和本土化服务能力成为更重要的壁垒
  - 海外的准入和认证标准繁杂且高，同时大量高要求的非强制认证是获得下游热泵厂商认可的重要要素
  - 本土化的渠道、服务和客户资源也是海外龙头份额较高的主要原因

国内水泵行业整体集中度低，但屏蔽泵集中度较高



资料来源：公司公告、中国泵业协会、国信证券经济研究所整理

全球水泵行业的集中度预计高于国内（收入计）



资料来源：Zion Market Research、中国泵业协会、各公司公告、国信证券经济研究所整理



03

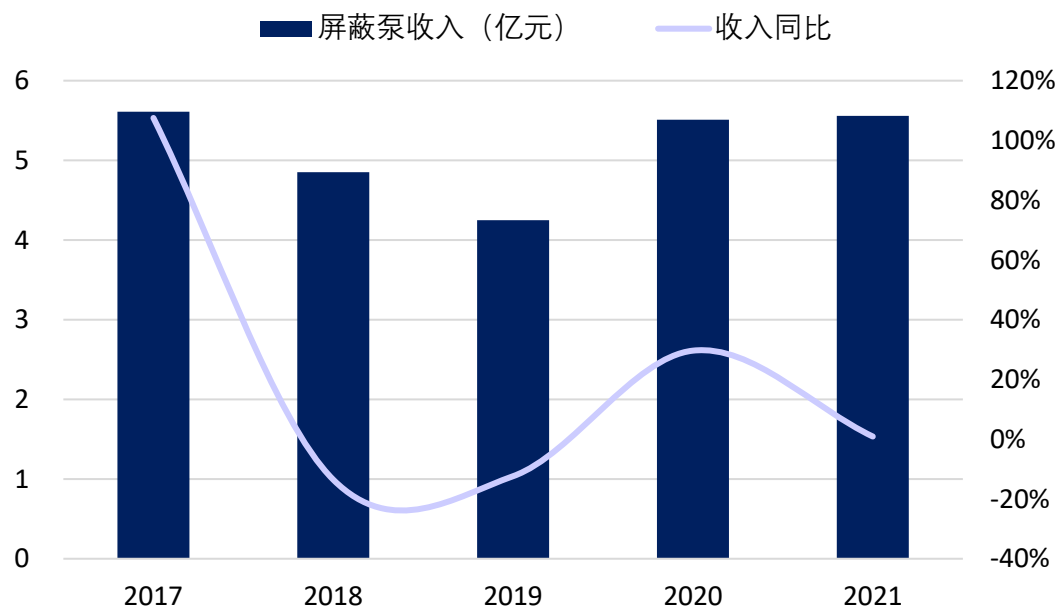
兼具  $\beta$  与  $\alpha$  ,  
大元旗下屏蔽泵望实现量价齐升

# 大元家用屏蔽泵近年收入稳定，客户基础良好

## □ 热水循环屏蔽泵历史规模相对维稳

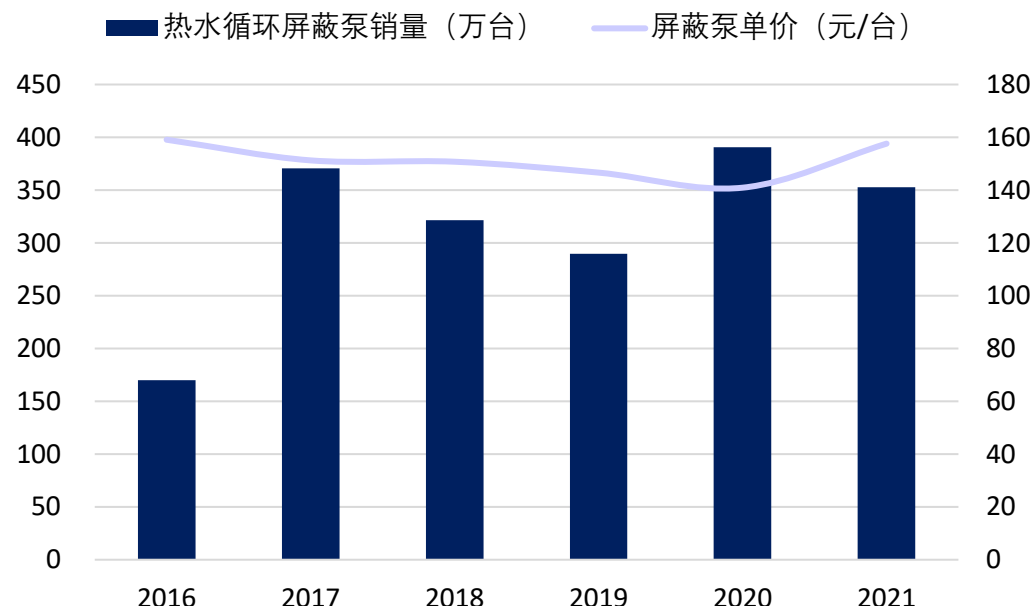
- 家用屏蔽泵主要由子公司新沪运营。热水循环屏蔽泵近年保持5亿+收入体量，历史商屏蔽泵主要配套国内外壁挂炉，因此整体规模基本维持在300万左右。2017年受益于国内煤改气、煤改电政策销量达到历史峰值，在经历政策周期后目前屏蔽泵量价基本处于相对稳定状态。
- 内销：主要包括国内热水器、壁挂炉厂商以及综合家电龙头品牌
- 外销：主要包括威能、博世等海外龙头

### 热水循环屏蔽泵近年维持约5亿+收入体量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 热水循环屏蔽泵销量稳定在300万台以上

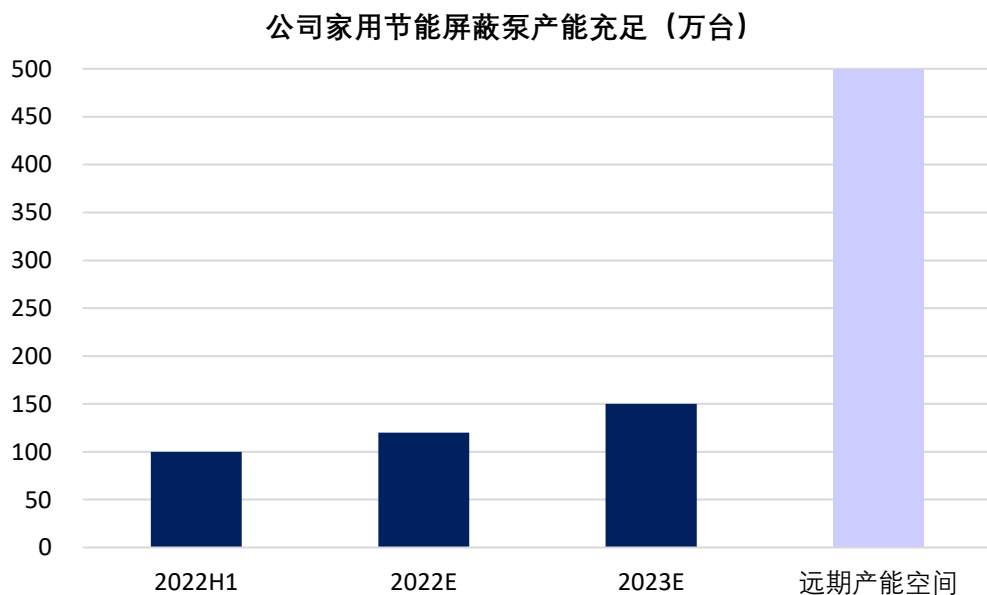


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## □ 热泵拉动+客户基础佳，屏蔽泵有望保持高速增长

- **总量视角：**假设2024年欧美热泵总需求量超过千万台，则对应热水循环屏蔽泵的需求量同样攀升至超千万台，欧洲份额有望在内外客户拉动下率先提升，而美国市场同样作为潜力市场，有望在远期进一步支撑销量提升。同时在产能升级和合肥产能的上量，生产端同样对潜在的旺盛需求实现坚实支撑。
- **客户视角：**内外资上量有望共同贡献增长
  - **海外品牌客户：**威能、博世等已经有合作基础的欧洲龙头客户，有望受益于需求爆发率先放量
  - **出口客户：**随着热泵企业出口份额逐步提升，公司在国内更强的品牌力有望实现更高的份额抢占

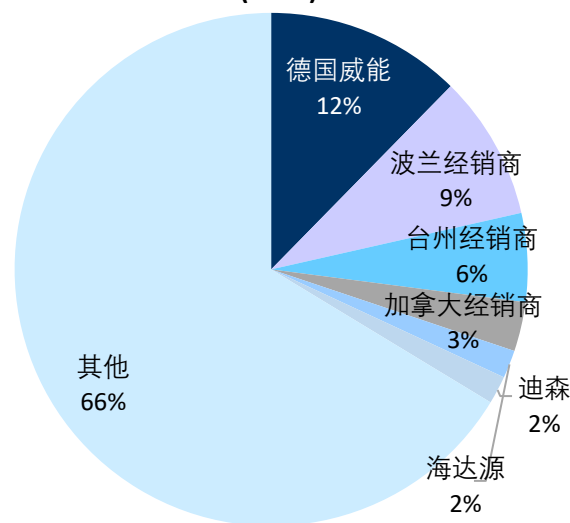
### 公司热水循环屏蔽泵产能利用率高但仍在爬坡



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 公司早年即获得海外龙头威能的认可

威能为热水循环屏蔽泵第一大客户  
(2016)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

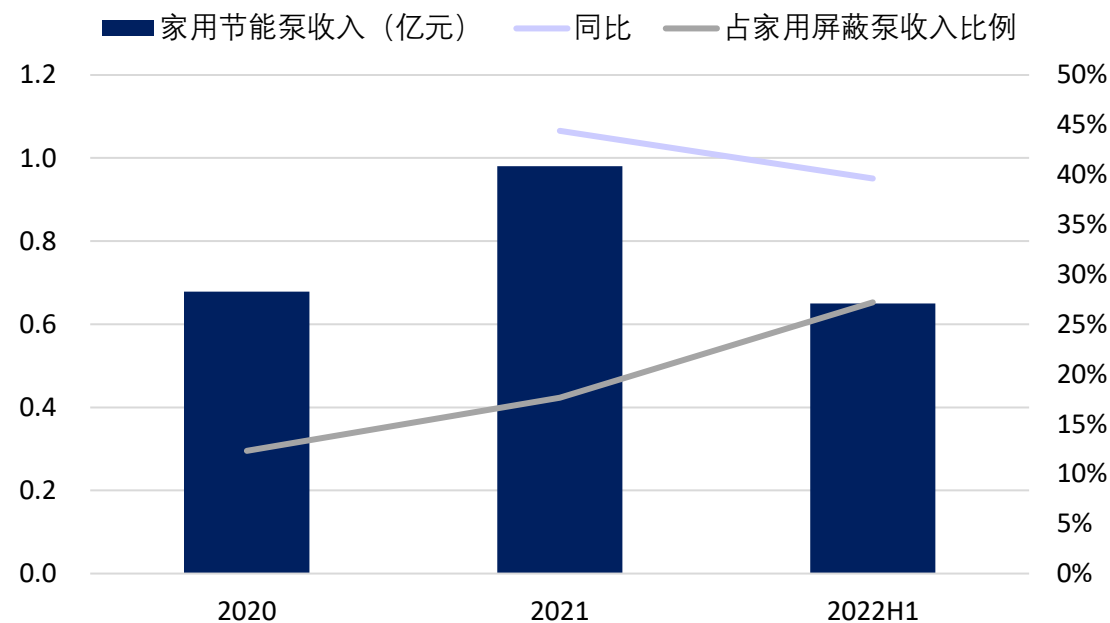
## □ 节能化升级门槛高，带来价格与盈利能力的双提升

- **节能泵目前仍处底渗透阶段：**通过智能控制器模组的配合，使泵的能效提升50%+且自动化程度高，公司家用节能泵产品目前尚在市场拓展初期，海外市场占有率尚不足5%，而国内市场尚未规模化启动
- **海外节能泵基本为标配：**欧盟2015年8月起要求壁挂炉只允许配套节能泵，公司第三代节能泵对下游包括威能、博世等全球份额前10的整机厂商均实现配套供应或覆盖。2022H1节能泵业务实现收入0.65亿元，同比增长39.6%
- **节能泵盈利能力更强：**价格端较传统产品提升30%-50%，而成本端除控制模组外，更多的是研发领域的投入摊销

### 节能泵的区别

|      | 传统屏蔽泵                                                                             | 节能泵                                                                                |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 产品图示 |  |  |
| 主要特点 | 对密封性、寿命等要求高                                                                       | 加装电子控制器，根据使用情况调整流量，且不易卡泵                                                           |
| 单价   | 约150-250元                                                                         | 约230-350元                                                                          |
| 能效   | 一般小扬程和流量泵额定功率100-200W                                                             | 较传统提高超50%，低噪音（42dB）最低能耗5W                                                          |
| 主要客户 | 国内壁挂炉、热泵厂商为主                                                                      | 欧美壁挂炉、热泵厂商为主                                                                       |

### 大元的节能泵收入持续高增，占比提升



# 04

## 细分领域亮点频现，场景扩展打开空间

# 领域1：工业屏蔽泵——应用广泛，高端屏蔽泵替代空间广阔

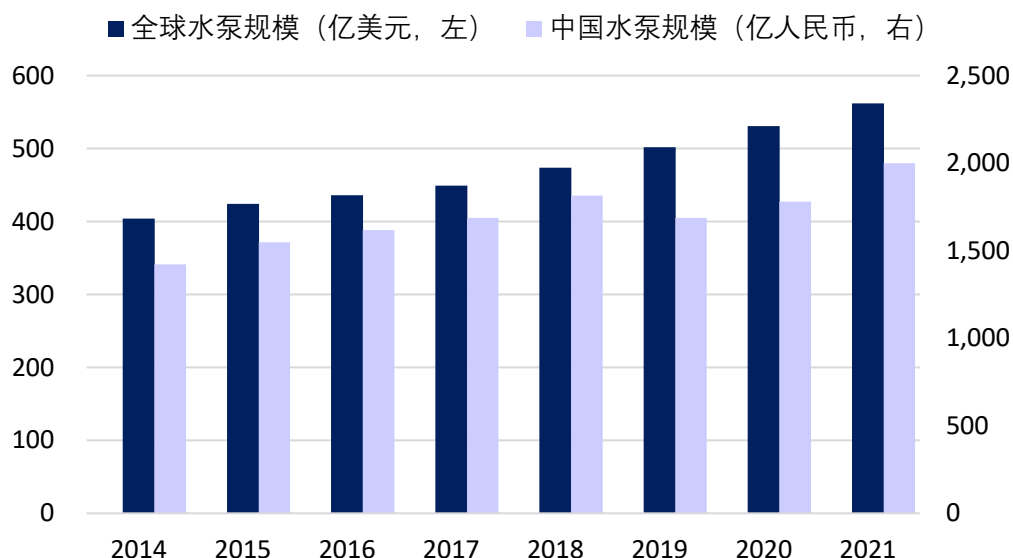
## 工业泵的应用领域广且细分，全球规模预计超500亿美元

- 全球水泵规模超500亿美元，其中工业泵预计占比60-70%；预计国内工业泵规模超千亿人民币规模（含出口）。
- 工业泵的主要应用领域包括高端石化、清洁能源（核/风/光/氢能源）、新能源汽车、航天、电子、医疗器械、环保等，其中在石化等领域，屏蔽泵相对普通离心泵的密封、耐腐蚀等优势被放大，逐步成为高端工业领域标配。

## 工业屏蔽泵门槛壁垒更高，国内高端屏蔽泵玩家多为外资/合资企业，内资规模整体较小

- 目前国内共有十几家企业具备工业屏蔽泵的生产能力，头部以海外工业泵老牌企业的合资/独资子公司为主
- 以央企大型屏蔽泵招标情况来看，一般产品种类需求繁杂且看重过往供应经历，入围厂家数量少

国内水泵千亿体量，预计工业泵占比60%+，同具有千亿规模



资料来源：全球数据：Zion Market Research和P&S Market Research；

国内数据：《中国通用机械工业年鉴2021》，国内数据含出口、国信证券经济研究所整理

国内工业屏蔽泵的高端玩家多为外资

| 主要厂商   | 基本情况                                                   | 主要客户/领域                    |
|--------|--------------------------------------------------------|----------------------------|
| 大连帝国   | 成立于1994年，前身为日本帝国电机制作所与原大连屏蔽电泵厂合资，2001年转为日本独资，年销售额超过5亿元 | 石化、航天、核电，客户囊括神舟飞船、中石油、巴斯夫等 |
| 大连海密梯克 | 成立于1997年，是德国海密梯克和大连大耐泵业的合资企业，21个系列、440个品种。近年收入复合增速达30% | 石化、医药、纺织、核电和制冷等领域          |
| 上海日机装  | 母公司日机装成立于1953年，业务全球分布，2021年日机装亚洲区收入约21亿人民币             | 石化、生物医药、食品、能源等领域           |
| 大连环友   | 1974年起生产屏蔽泵，是国内最早的专业屏蔽泵厂家，大功率泵行业领先，工厂占地超2万平米。          | 中石油、中石化等甲级供应商，神舟\嫦娥        |

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理及测算

# 领域1：大元工业泵绑定国内外大客户，近几年保持高增速

## □ 工业屏蔽泵后起之秀，入选全球龙头采购名单

- 2008年进入工业用屏蔽泵市场，2011年即获得国家总装备部合格供应商的认证，进入航天系统供应体系；2017年进入中石油、中石化采购名单，2022年进入中核集团合格供应商名录
- 国内外大客户基础牢固：公司工业泵以直销为主，下游客户囊括中石化、中石油、神华集团、万华集团、中核集团、俄罗斯天然气公司等众多行业龙头，产品覆盖化工、清洁能源、半导体等主流领域。

## □ 公司工业屏蔽泵（采用报表口径的化工和制冷屏蔽泵）近五年收入CAGR达30%，2021年收入1.4亿元/+21%

- 工业泵以化工泵为主，其2017-21年复合增速36%，2021年收入1.1亿元，制冷屏蔽泵则保持个位数增长至0.3亿元。

### 公司工业屏蔽泵产品系列齐全，下游应用领域广

大型石油炼化：柴油加氢泵    大型化工：流程屏蔽泵    半导体：温控循环屏蔽泵



光伏发电：高温高压屏蔽泵

核电：高温高压屏蔽泵

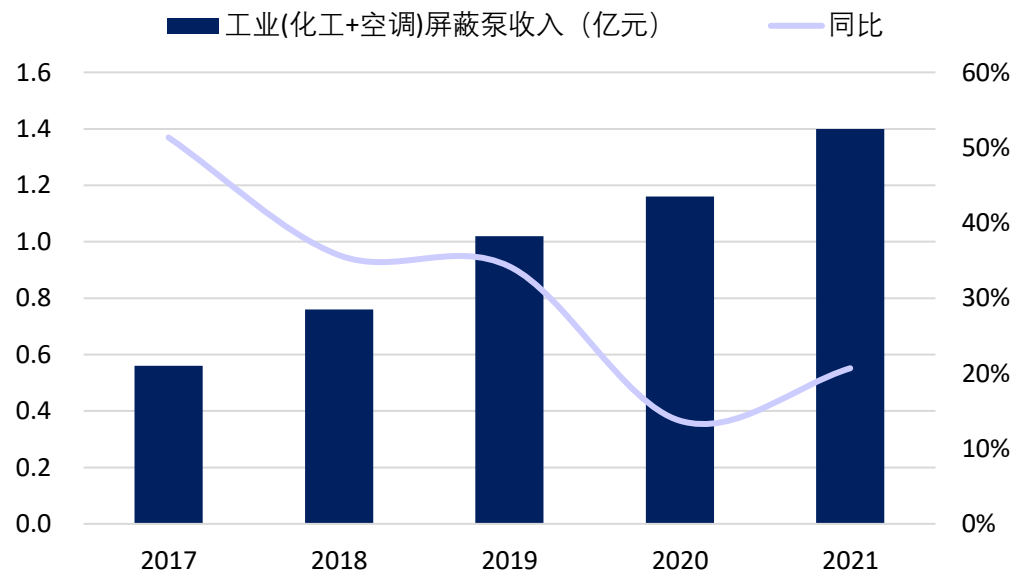
环保：高压屏蔽泵



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司工业泵收入近年保持高速增长



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

注：2017年高增主要由于进入中石油、中石化采购名单

# 量价份额齐升，原领域稳增+新领域拓展提升增长可持续性

## □ 量价齐升，毛利率保持高水平

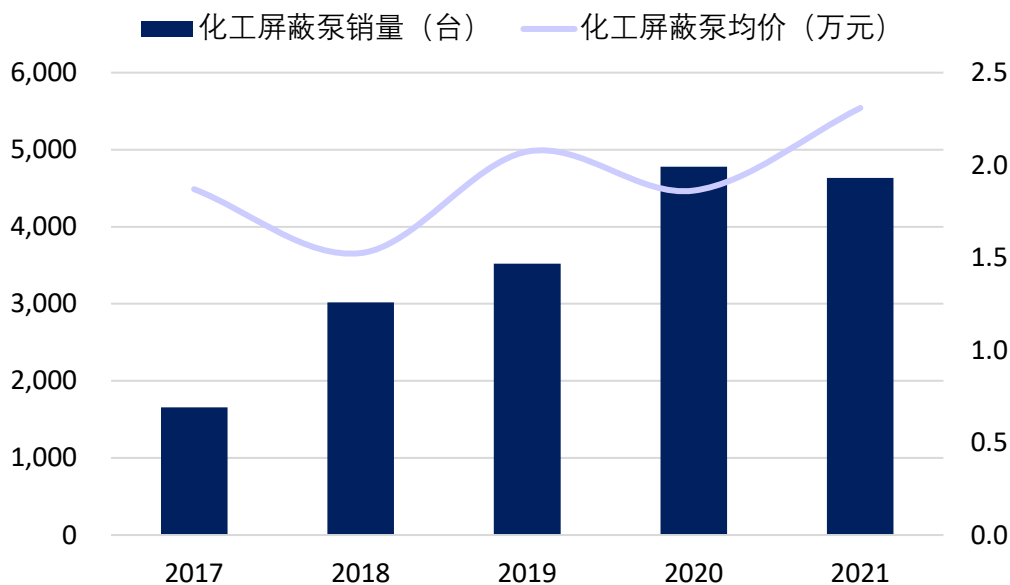
- 公司化工屏蔽泵2017-21年销量复合增长28%至4634台，而随着客户和产品成套化、标准化、系列化、通用化的发展，化工泵单价年均提升5%至2.3万元/台，对应毛利率除2021年受大宗和出口影响下滑外，基本维持在40%+的高水平。

## □ 可持续性1：以“三桶油”为代表的传统石油石化客户自油价上涨后近年资本开支整体保持稳定，稳固收入基础；

## □ 可持续性2：大力拓展其他领域，2020年清洁能源领域收入占比已超15%

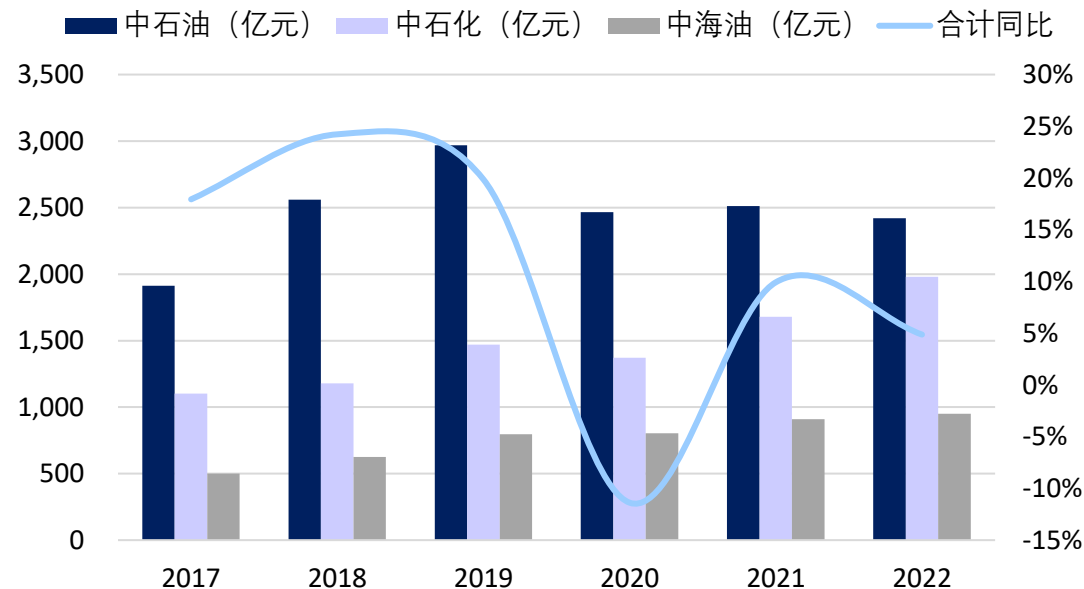
- 清洁能源：海上风电电机液冷泵已批量产销；正联合科研机构开发核电用屏蔽泵
- 医疗器械：配套小油泵已实现小批量生产
- 稳步开发半导体、激光、ICT 领域的旋涡泵、微型高速永磁屏蔽泵、数据中心和机房用泵等

公司化工屏蔽泵的量价整体保持提升态势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

近年大客户“三桶油”的资本开支整体仍保持稳中略升



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

## 领域2：新能源液冷泵——新兴赛道望成未来增长极

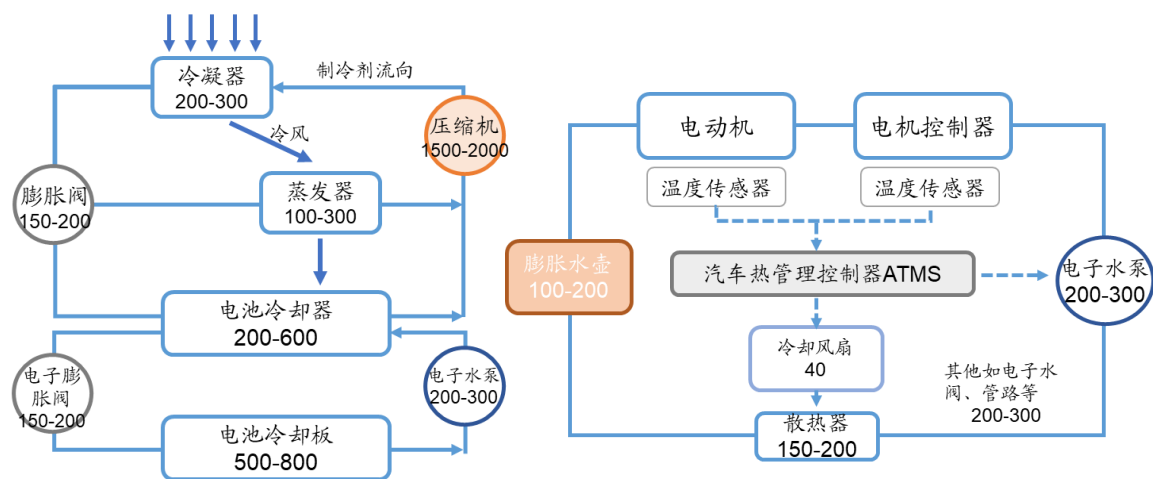
### □ 液冷泵是新能源车热管理的重要部件

- 液冷有望成为新能源车热管理的主流路线，液冷泵不可或缺，以新能源车2025年900万台的内销预期、每台车中电池回路和电机电控回路共需2只泵计，则2025年车用液冷泵的国内需求量有望达到1800万只；

### □ 车用液冷泵整体竞争相对充分，但氢燃料电池领域壁垒与价值均更高

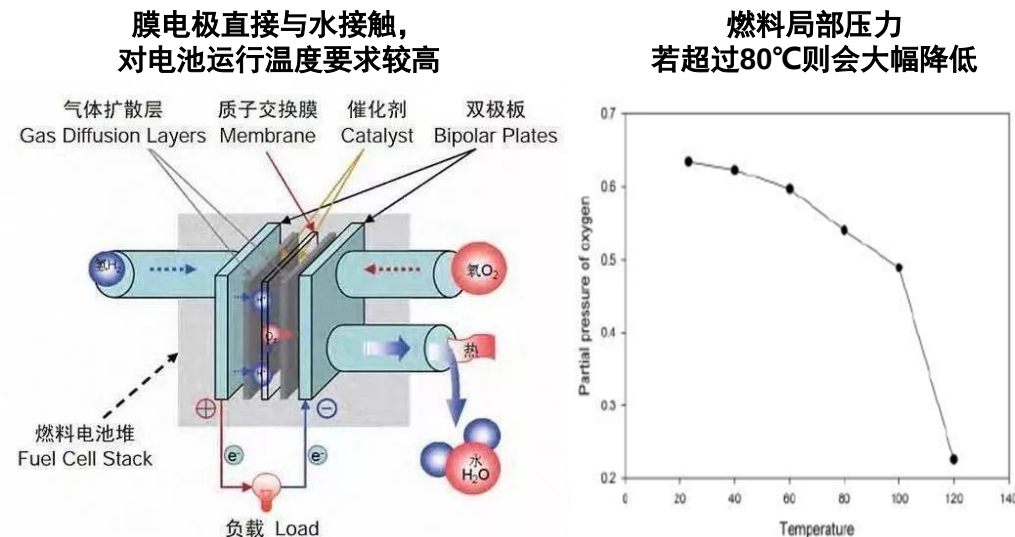
- 由于锂电池车目前仍占据绝对份额，因此对应的液冷泵(单泵价值200-300元)行业竞争相对充分，在2021年约660万车用只液冷泵销量中，龙头之一飞龙股份相关泵及部件销量39万件，预计份额不到6%；
- 氢燃料电池液冷技术门槛和单价更高。尽管氢能源车占比仍低(截至2022H1氢能源车销量仅上千台，占新能源比例不到0.5%)，但氢燃料电池的含水膜电极、高压使用环境决定了其液冷泵更高的产品力要求。

#### 电池冷却和电机电控冷却均需要电子液冷泵



资料来源：翰昂、马勒、法雷奥年报、国信证券经济研究所整理

#### 氢燃料电池的机构决定了热管理区间更精确



资料来源：《Temperature Effects in Polymer Electrolyte Membrane Fuel Cells》，Chemistry Europe、第一电动网国信证券经济研究所整理及测算

# 大元氢燃料电池液冷泵行业领先，锂电池液冷泵有望放量

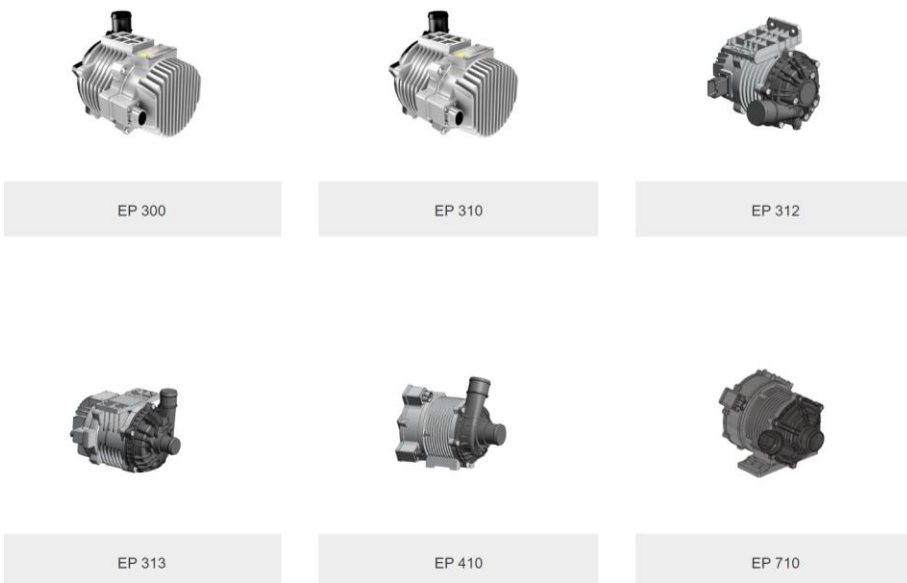
## □ 氢燃料电池液冷泵技术、产品与客户均处国内领先水平

- 2017年公司自主研发氢燃料电池液冷泵，目前拥有超10款车用液冷泵，高压范围达750V。下游上海捷氢、北京亿华通、潍柴动力、博世动力、康明斯、国鸿氢能等60余家主流燃料电池系统稳定客户关系；
- 2022年1月公司成立新沪新能源子公司，专注液冷泵的研发与销售，2022H1收入0.09亿元，已接近2021年全年规模

## □ 锂电池液冷泵积极开拓客户

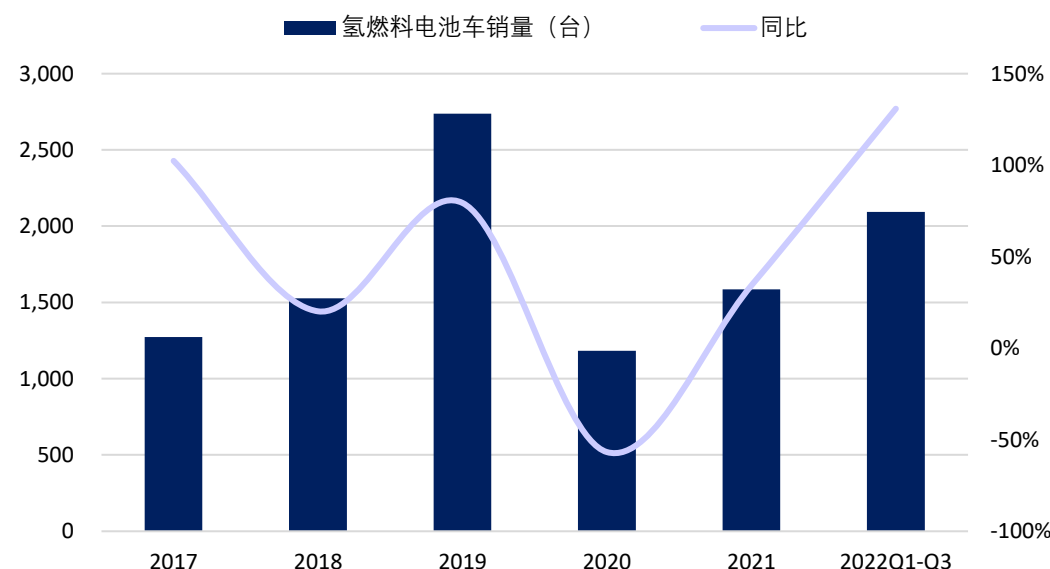
- 公司相关产品已获得奇瑞、零跑等客户的认可，客户开发工作取得积极进展

### 公司拥有多款不同电压平台的氢燃料电池液冷泵



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

### 氢燃料电池新能源车重回高增长



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理及测算

# 05

## 盈利预测、投资建议及风险提示

## □ 家用热水循环屏蔽泵

- 在海外热泵需求高增的拉动下，预计热泵配套量迅速提升，同时随着高单价的节能泵比例提升带来均价的提升。传统壁挂炉配套屏蔽泵预计内销整体维稳，以欧洲为主的外销持续下降。预计2022-2024年家用屏蔽泵收入增长2%、29%、25%至5.7、7.3、9.1亿元；
- 盈利能力方面，考虑到高单价的节能泵盈利能力同样强于传统屏蔽泵，同时短期看随着原材料涨价影响逐步消除，预计2022-2024年屏蔽泵毛利率稳步恢复至29.0%、32.0%、33.4%。

## □ 工业屏蔽泵

- 考虑到工业领域的石化类客户今年资本支出高位维稳，而清洁能源、半导体、医疗领域客户持续拓展，预计工业类屏蔽泵收入增速保持22%的相对高增速；而制冷类屏蔽泵则由于下游空调等需求近年整体维稳，预计制冷业务收入保持平稳，整体工业类屏蔽泵收入保持24%的复合增速。毛利率则有望恢复至历史近40%的水平。

## □ 新能源液冷泵

- 参考氢能源车2022年前三季度的销量高增，公司低基数下产品力领先，同时主流的锂电池液冷泵逐步切入新客户，预计2022-2024年车用液冷泵保持近100%的高复合增速至0.3、0.7、1.2亿元。

## □ 民用屏蔽泵

- 考虑到民用屏蔽泵下游相对分散且刚需性较强，预计2022-2024年收入整体保持稳定，而毛利率则有望逐步恢复至历史约25%+的中枢水平。

- 整体来看，预计公司在热泵配套需求高速增长拉动、传统业务稳中不乏亮点的支撑下，预计2022-2024年收入增长1%、19%、17%。毛利率受益节能泵、工业泵比例提升和原材料压力缓解下实现增长至29%、31%、32%。

# 热泵贡献量利弹性，传统业务不乏亮点

| 单位：亿元      | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入      | 14.8  | 15.0  | 17.9  | 21.0  |
| 收入yoy      | 5%    | 1%    | 19%   | 17%   |
| 综合毛利率      | 25.2% | 29.4% | 30.9% | 31.5% |
| 热水循环屏蔽泵    | 5.6   | 5.7   | 7.3   | 9.1   |
| 热水循环屏蔽泵yoy | 1%    | 2.1%  | 29%   | 25%   |
| 热水循环屏蔽泵毛利率 | 26.8% | 29.0% | 32.0% | 33.4% |
| 工业屏蔽泵      | 1.4   | 1.8   | 2.3   | 2.6   |
| 工业屏蔽泵yoy   | 21%   | 31%   | 26%   | 14%   |
| 工业屏蔽泵毛利率   | 31.4% | 36.4% | 38.0% | 38.0% |
| 新能源液冷泵     | 0.1   | 0.3   | 0.7   | 1.2   |
| 新能源液冷泵yoy  | —     | 233%  | 120%  | 75%   |
| 新能源液冷泵毛利率  | 23.4% | 25.0% | 26.0% | 26.0% |
| 民用泵        | 7.1   | 6.4   | 7.0   | 7.4   |
| 民用泵yoy     | 3%    | -10%  | 10%   | 5%    |
| 民用泵毛利率     | 22.6% | 27.6% | 27.6% | 27.6% |
| 配件及其他      | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| 其他yoy      | 0%    | 31%   | 26%   | 14%   |
| 其他毛利率      | 28.2% | 33.0% | 33.0% | 33.0% |

资料来源：公司公告、  
国信证券经济研究所整  
理及预测

- 2022-2024年毛利率稳中有升背景下，整体毛利增速进一步高于收入增速；
- 费用端预计整体维稳，整体经营性利润增速望明显高于收入增速；
- 预计2022-2024年归母净利润同比增长47%、29%、21%至2.2、2.8、3.4亿元，对应PE为17、13、11倍。

| 单位：亿元  | 2020  | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入   | 14.1  | 14.8   | 15.0  | 17.9  | 21.0  |
| 收入yoy  | 24.5% | 5.0%   | 1.0%  | 19.4% | 17.3% |
| 归母净利润  | 2.13  | 1.47   | 2.16  | 2.79  | 3.38  |
| 净利润yoy | 25.0% | -31.0% | 46.9% | 29.0% | 21.1% |
| PE     | 17.5  | 25.4   | 17.4  | 13.4  | 11.1  |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

# 盈利预测情景分析

|             | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>乐观预测</b> |        |       |       |       |
| 营业收入(百万元)   | 1,484  | 1,501 | 1,823 | 2,170 |
| (+/-%)      | 5.0%   | 1.2%  | 21.4% | 19.0% |
| 净利润(百万元)    | 147    | 251   | 331   | 402   |
| (+/-%)      | -31.0% | 70.4% | 31.7% | 21.7% |
| 摊薄EPS       | 0.87   | 1.49  | 1.96  | 2.39  |
| <b>中性预测</b> |        |       |       |       |
| 营业收入(百万元)   | 1,484  | 15.0  | 17.9  | 21.0  |
| (+/-%)      | 5.0%   | 1.0%  | 19.4% | 17.3% |
| 净利润(百万元)    | 147    | 2.16  | 2.79  | 3.38  |
| (+/-%)      | -31.0% | 46.6% | 29.3% | 21.1% |
| 摊薄EPS(元)    | 0.87   | 1.28  | 1.66  | 2.01  |
| <b>悲观预测</b> |        |       |       |       |
| 营业收入(百万元)   | 1,484  | 1,498 | 1,761 | 2,035 |
| (+/-%)      | 5.0%   | 0.9%  | 17.5% | 15.6% |
| 净利润(百万元)    | 147    | 175   | 226   | 269   |
| (+/-%)      | -31.0% | 18.9% | 29.2% | 18.8% |
| 摊薄EPS       | 0.87   | 1.04  | 1.34  | 1.60  |
| 总股本(百万股)    | 168    | 168   | 168   | 168   |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

# 估值及投资建议——绝对估值

## □ 绝对估值：27.14-34.28元

➤ 同时由于估值过程受永续增长率和折现率影响较大，因此通过敏感性测试得到每股权益价值约为27.14-34.28元

公司盈利预测假设条件（%）

|           | 2020  | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入增长率   | 24.5% | 5.0%   | 1.0%  | 19.4% | 17.3% | 15.0% | 12.0% | 8.0%  |
| 毛利率       | 30.1% | 25.3%  | 28.8% | 30.9% | 31.5% | 31.5% | 31.5% | 31.5% |
| 管理费用/营业收入 | 8.4%  | 9.7%   | 9.5%  | 9.3%  | 9.3%  | 9.3%  | 9.3%  | 9.3%  |
| 销售费用/销售收入 | 4.6%  | 4.6%   | 3.6%  | 4.0%  | 4.0%  | 4.0%  | 4.0%  | 4.0%  |
| 所得税税率     | 12.7% | 10.6%  | 12.4% | 12.4% | 12.4% | 12.4% | 12.4% | 12.4% |
| 股利分配比率    | 38.5% | 113.8% | 35.0% | 35.0% | 35.0% | 40.0% | 50.0% | 50.0% |

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

### • 现金流折现模型的关键假设如下：

| 资本成本假设      |       |             |        |
|-------------|-------|-------------|--------|
| 无杠杆Beta     | 0.8   | T           | 12.39% |
| 无风险利率       | 3.00% | Ka          | 9.00%  |
| 股票风险溢价      | 7.50% | 有杠杆Beta     | 0.81   |
| 公司股价（元）     | 22.25 | Ke          | 9.19%  |
| 发行在外股数（百万）  | 168   | E/(D+E)     | 96.45% |
| 股票市值(E, 百万) | 3745  | D/(D+E)     | 3.55%  |
| 债务总额(D, 百万) | 138   | WACC        | 9.08%  |
| Kd          | 7.00% | 永续增长率(10年后) | 1.00%  |

资料来源：国信证券经济研究所假设

### • 绝对估值的敏感性分析（单位：元）

|         |      | WACC变化 |       |       |       |       |
|---------|------|--------|-------|-------|-------|-------|
|         |      | 8.0%   | 8.5%  | 9.05% | 9.5%  | 10.0% |
| 永续增长率变化 | 2.0% | 39.57  | 36.05 | 33.05 | 30.45 | 28.19 |
|         | 1.5% | 37.41  | 34.28 | 31.57 | 29.21 | 27.14 |
|         | 1.0% | 35.56  | 32.74 | 30.28 | 28.12 | 26.20 |
|         | 0.5% | 33.96  | 31.39 | 29.14 | 27.14 | 25.37 |
|         | 0.0% | 32.55  | 30.20 | 28.12 | 26.27 | 24.61 |

资料来源：国信证券经济研究所分析

- 参考国内水泵、热泵整机和家电相关零部件主要企业的估值水平，并考虑到热泵相关领域的潜在高增速和公司相对较高的技术壁垒，估值向高增速的热泵整机企业和壁垒更高的零部件企业靠拢，给予2023年18-20倍PE，对应市值50-56亿元。
- 从增速角度来看，热泵配套对收入端的拉动和盈利修复的双重拉动下，未来潜在高利润增速可参考PEG估值，若考虑三年利润复合增速，给予PEG=1则对应2023年20-22倍PE，对应2023年目标市值56-61亿元。
- 综合考量行业对比、公司利润增速和绝对估值，给予2023年18-19倍PE，对应50-53亿元。

| 公司名称 | 主营业务                                       | PE    |       | 净利润（亿元） |       |
|------|--------------------------------------------|-------|-------|---------|-------|
|      |                                            | 2022E | 2023E | 2022E   | 2023E |
| 凌霄泵业 | 主要产品包括康体娱乐泵、清水泵、潜水泵、管道泵、电机等小型民用泵和工业配套电泵    | 9.7   | 8.0   | 5.9     | 7.1   |
| 日出东方 | 主营太阳能热水器、燃气热水器、壁挂炉、热泵等产品的内外销               | 30.9  | 20.6  | 1.9     | 2.8   |
| 盾安环境 | 主要业务涵盖空调、热泵、工业制冷零部件制造、装备制造和新能源汽车热管理系统关键零部件 | 13.8  | 16.5  | 8.8     | 7.4   |
| 平均   |                                            | 18.1  | 15.0  |         |       |
| 大元泵业 | 专注于屏蔽泵的生产销售，主要产品包括家用、民用、工业和车用循环泵           | 17.5  | 13.6  | 2.2     | 2.8   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

注：可比公司凌霄泵业、日出东方、盾安环境采用Wind一致预测

# 盈利预测估值附件

| 资产负债表（百万元）    | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表（百万元）    | 2020 | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|-------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物      | 616  | 481  | 503   | 533   | 506   | 营业收入        | 1413 | 1484  | 1500  | 1792  | 2102  |
| 应收款项          | 228  | 278  | 288   | 340   | 401   | 营业成本        | 988  | 1109  | 1069  | 1238  | 1439  |
| 存货净额          | 232  | 273  | 355   | 377   | 419   | 营业税金及附加     | 7    | 6     | 6     | 8     | 9     |
| 其他流动资产        | 65   | 58   | 61    | 72    | 85    | 销售费用        | 65   | 68    | 54    | 72    | 84    |
| 流动资产合计        | 1253 | 1140 | 1257  | 1383  | 1481  | 管理费用        | 619  | 1327  | 1647  | 1670  | 1537  |
| 固定资产          | 308  | 348  | 497   | 606   | 675   | 研发费用        | 1285 | 1987  | 2463  | 2710  | 2845  |
| 无形资产及其他       | 22   | 155  | 149   | 143   | 136   | 财务费用        | (1)  | (2)   | (10)  | (2)   | (2)   |
| 投资性房地产        | 13   | 13   | 13    | 13    | 13    | 投资收益        | 8    | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 长期股权投资        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 资产减值及公允价值变动 | 6    | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 资产总计          | 1596 | 1657 | 1917  | 2145  | 2306  | 其他收入        | 496  | 1176  | 1500  | 1500  | 1339  |
| 短期借款及交易性金融负债  | 0    | 0    | 137   | 128   | 5     | 营业利润        | 245  | 164   | 246   | 318   | 385   |
| 应付款项          | 185  | 218  | 208   | 241   | 279   | 营业外净收支      | (1)  | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债        | 127  | 146  | 140   | 162   | 189   | 利润总额        | 244  | 165   | 246   | 318   | 386   |
| 流动负债合计        | 312  | 364  | 485   | 531   | 473   | 所得税费用       | 31   | 18    | 31    | 39    | 48    |
| 长期借款及应付债券     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 少数股东损益      | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债        | 22   | 19   | 19    | 19    | 19    | 归属于母公司净利润   | 213  | 147   | 216   | 279   | 338   |
| 长期负债合计        | 22   | 19   | 19    | 19    | 19    | 现金流量表（百万元）  | 2020 | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
| 负债合计          | 334  | 384  | 504   | 550   | 492   | 净利润         | 213  | 147   | 216   | 279   | 338   |
| 少数股东权益        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 资产减值准备      | (3)  | (0)   | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益          | 1262 | 1273 | 1413  | 1595  | 1814  | 折旧摊销        | 35   | 39    | 43    | 54    | 63    |
| 负债和股东权益总计     | 1596 | 1657 | 1917  | 2145  | 2306  | 公允价值变动损失    | (6)  | (6)   | (6)   | (6)   | (6)   |
|               |      |      |       |       |       | 财务费用        | (1)  | (2)   | (10)  | (2)   | (2)   |
| 关键财务与估值指标     | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 营运资本变动      | (84) | (35)  | (112) | (30)  | (50)  |
| 每股收益          | 1.27 | 0.87 | 1.28  | 1.66  | 2.01  | 其它          | 3    | 0     | (0)   | (0)   | (0)   |
| 每股红利          | 0.49 | 1.00 | 0.45  | 0.58  | 0.70  | 经营活动现金流     | 158  | 146   | 141   | 297   | 344   |
| 每股净资产         | 7.53 | 7.56 | 8.40  | 9.47  | 10.78 | 资本开支        | (35) | (84)  | (180) | (150) | (120) |
| ROIC          | 20%  | 12%  | 15%   | 17%   | 19%   | 其它投资现金流     | 147  | 61    | (1)   | (10)  | (10)  |
| ROE           | 17%  | 12%  | 15%   | 17%   | 19%   | 投资活动现金流     | 112  | (23)  | (181) | (160) | (130) |
| 毛利率           | 30%  | 25%  | 29%   | 31%   | 32%   | 权益性融资       | (7)  | 9     | 0     | 0     | 0     |
| EBIT Margin   | 17%  | 10%  | 15%   | 17%   | 18%   | 负债净变化       | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EBITDA Margin | 19%  | 13%  | 18%   | 20%   | 20%   | 支付股利、利息     | (82) | (168) | (76)  | (98)  | (118) |
| 收入增长          | 25%  | 5%   | 1%    | 19%   | 17%   | 其它融资现金流     | 106  | 68    | 137   | (9)   | (123) |
| 净利润增长率        | 25%  | -31% | 47%   | 29%   | 21%   | 融资活动现金流     | (65) | (258) | 61    | (106) | (241) |
| 资产负债率         | 21%  | 23%  | 26%   | 26%   | 21%   | 现金净变动       | 205  | (135) | 22    | 31    | (28)  |
| 股息率           | 2.2% | 4.5% | 2.0%  | 2.6%  | 3.2%  | 货币资金的期初余额   | 411  | 616   | 481   | 503   | 533   |
| P/E           | 17.5 | 25.4 | 17.4  | 13.4  | 11.1  | 货币资金的期末余额   | 616  | 481   | 503   | 533   | 506   |
| P/B           | 3.0  | 2.9  | 2.6   | 2.3   | 2.1   | 企业自由现金流     | 120  | 60    | (54)  | 138   | 215   |
| EV/EBITDA     | 15.1 | 21.2 | 16.0  | 12.1  | 9.8   | 权益自由现金流     | 226  | 128   | 87    | 130   | 94    |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测，收盘价采用2022年12月8日收盘价

注1：2021年无形资产大幅增加系为扩产和技改购买土地所致；

注2：公司4.5亿元可转债于2022年12月1日发行，本报告外发日期尚未完成发行流通，因此转债发行后短期会使“应付债券”提升，后续进入转股期时，以当前转股价计算则预计带来1941万股的股本增加，对应摊薄EPS为1.14、1.47、1.78，PE为19、15、12倍。

## □ 对于家用热水循环屏蔽泵业务需关注：

- 海外热泵配套需求的释放节奏，若天然气价格和供应情况改善，则存在行业增长不及预期的风险；
- 公司的下游客户包括国内外壁挂炉和热泵龙头，若短时间内壁挂炉需求大幅下滑则壁挂炉配套的屏蔽泵销量或存在下滑风险；
- 由于海外热泵产品需要较多认证，若下游热泵客户产品出口进度不及预期，则会影响公司屏蔽泵的出货节奏；
- 热泵需求爆发后，屏蔽泵行业的竞争或进一步激烈化，进而导致价格竞争从而使盈利能力下降的风险。

## □ 对于工业用屏蔽泵业务需要关注：

- 新客户的拓展进度，清洁能源、医疗等领域产品的使用场景、特性不同，需要企业有更定制化的服务，同时这些领域的客户资源壁垒相对较高，若在产品 and 客户拓展方面不及预期则会影响工业屏蔽泵的业务增速；
- 若石化领域客户投资节奏放缓，则会对工业屏蔽泵的收入产生负面影响。

## □ 对于民用泵和车用液冷泵业务需要关注：

- 尽管民用屏蔽泵需求相对刚性，但行业相对成熟的状态或面临价格竞争风险，进而影响盈利能力；
- 氢燃料电池液冷泵受制于下游出货量相对较低，业务增速或有不及预期的风险。而目前正在推进的锂电池液冷泵领域竞争激烈，或存在价格战导致盈利能力负面拖累的风险。

## □ 同时需要关注整体盈利能力的风险。由于公司原材料占比较高，若上游不锈钢、铝等大宗原材料短时间大幅上涨，则会产生价格传导不及时，进而影响毛利率的风险。

## □ 财务风险：

- **应收账款风险：**公司2022Q3末应收账款3.0亿元，占公司总资产的16%。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。
- **存货跌价风险：**公司2022Q3末存货3.4亿元，占公司总资产的20%。若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。

## □ 其他经营风险：

- **汇率大幅波动的风险：**若未来热泵配套屏蔽泵的外销业务占比提升，则汇率对公司收入确认的影响或加大，汇率波动可能导致汇兑损失增加，从而影响公司净利润。如果未来人民币升值，则对整体出口产生一定负面影响；
- **市场竞争加剧的风险：**水泵作为充分竞争的行业，尤其是民用泵和海外的家用屏蔽泵，当前海外龙头的品牌力强且份额较高，同时还有大量区域性企业参与竞争，如果竞争环境加剧，将会对公司的盈利能力产生较大的压力；
- **市场拓展期费用投放效率不及预期的风险：**由于热泵配套需求属于新增需求，公司在进行客户拓展过程中需要人力和资源的投入，若规模端增长不及预期则会导致费用率提升的风险，进而对净利润率产生不利影响。

## □ 可转债转股摊薄EPS的风险

- 公司4.5亿元可转债于2022年12月1日发行，本报告外发日期尚未完成发行流通，因此转债发行后短期会使“应付债券”提升，2023年6月进入转股期时，以当前转股价计算则预计带来1941万股的股本增加，对应摊薄2023-2024年EPS为1.47、1.78，PE为15、12倍。

## □ 估值风险

- 我们采取绝对估值和相对估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断；
- 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为3.0%、风险溢价7.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 我们假定未来10年后公司TV增长率为1.0%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司平均PE做为相对估值的参考，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

## □ 盈利预测风险

- 公司未来的高增长建立在热泵配套的热水循环屏蔽泵高增的基础上，若未来屏蔽泵销量波动或销售均价大幅下滑则存在盈利预测高估的风险；
- 公司的费用端和其他收益、投资收益和所得税率等采用基本维稳的预测假设，但若未来税收政策变动以及理财的收益波动则有可能低于预测值，进而导致盈利预测不及预期的风险

# 免责声明



| 国信证券投资评级 |    |                            |
|----------|----|----------------------------|
| 类别       | 级别 | 定义                         |
| 股票投资评级   | 买入 | 预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上     |
|          | 增持 | 预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间 |
|          | 中性 | 预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间    |
|          | 卖出 | 预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上     |
| 行业投资评级   | 超配 | 预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上   |
|          | 中性 | 预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间  |
|          | 低配 | 预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上   |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。 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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。 本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。 我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。 我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。 本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。 在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。 投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。



国信证券  
GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福田福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046      总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032