

2022年12月18日

浙江大农：高压清洗“小巨人”，切入环保等强进口替代需求行业

——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● **高压清洗机专精特新“小巨人”，净利润率2022H1上升至18.4%**

浙江大农是一家专业研究、制造各类高压和超高压冷、热水清洗机、高压泵的企业，是国家级专精特新“小巨人”企业。浙江大农营业总收入2021年2.92亿，2018-2021年CAGR为8.65%，净利润2021年上升至4413.05万元，CAGR为11%，2022H1为2329.04万元，净利润率除2020年均维持在14%以上，2022H1达到18.40%高位，盈利能力较好。浙江大农的主要收入来源为产品外销，2019-2022H1占比分别为71.36%/71.79%/74.48%/76.47%。2019-2021年ODM收入占比分别为49.30%/54.12%/54.84%，略高于OBM为收入构成最大项。

● **着力高端家用及商用场景，2021高压清洗机及高压柱塞泵营收贡献超50%**

浙江大农产品定位以高端家用/半商用、商用为主，高压清洗机及高压柱塞泵主要销售收入来源为商业用途，2019-2022H1年商用清洗机的销售收入占比为74.42%/72.64%/76.48%/77.22%，商用高压柱塞泵的销售收入占比为54.07%/55.13%/61.23%/65.35%。2021年清洗机附件营收占主营业务收入的42.79%，高压柱塞泵和高压清洗机分项则分别占28.35%/27.71%，合计超50%。2019-2021年三项产品对营收的贡献比例基本稳定。2022H1清洗机附件的收入贡献下降至37.83%，高压清洗机则上升至33.72%。

● **全球高压清洗市场稳步增长，浙江大农研发创新领先且实现差异化竞争**

2020年全球高压清洗设备销量约为2,510万台，预计到2025年，全球销售规模有望达到42亿美元。2016-2020年，中国市场销售量CAGR约5.2%，销售额的CAGR约8.6%。预计2020年到2025年，中国市场销售量的CAGR约3.6%，销售额的CAGR约7.5%。浙江大农主导、参与制订了17项国家标准和2项行业标准，技术水平行业内领先且产品参数性能优于国内行业水平。同时浙江大农商用及家用高压清洗机产品定位高端，单价高于可比公司水平，实现差异化竞争。

● **切入环保等国产替代强需求市场，本轮发行对应2021PE 9.49X估值较低**

高压柱塞泵应用场景拓宽至海水淡化、垃圾渗滤液处理等方面。在市政环卫清洗领域，进口品牌依然占据大部分市场份额，部分国内环卫企业突出了国产替代进口的战略方向，国产替代需求强烈，浙江大农已经提前布局，与三一重工、中联重科等环卫车辆制造企业展开合作。本轮发行拟募集2.58亿，投入1.8亿元募集资金用于高压柱塞泵及泵组产能扩张项目，发行对应2021PE为9.49X，低于绿田机械15.21X及行业平均31.28X的估值水平，同时考虑到浙江大农现金流获得能力较好，建议谨慎参与。

● **风险提示：**海外销售风险、汇率风险、市场份额替代风险、新股破发风险。

相关研究报告

《IPO跟踪（2022.12.10~12.16）：机科股份北交所提交注册—北交所策略专题报告》-2022.12.18

《风电主轴热处理领军者，无软带感应淬火多领域稀缺性标的—北交所首次覆盖报告》-2022.12.13

《铝压铸件专精特新“小巨人”，迎合轻量化趋势向汽车领域持续拓展—北交所首次覆盖报告》-2022.12.12

## 目录

1、 公司情况：高压清洗小巨人，国产替代切入环保等领域.....	4
1.1、 产品结构：切入环保、海水淡化等国产替代强需求行业，高压清洗机附件毛利贡献率最高 .....	5
1.2、 财务情况：外销贡献 70% 以上营收，净利润率升至 18.4% 高位 .....	10
1.3、 竞争优势：参与制定 17 项国家标准，产品性能高于国内同类水平 .....	13
1.4、 募投项目：拟投入 1.81 亿用于高压柱塞泵产能扩张项目 .....	14
2、 市场情况：国内及全球市场稳步增长，实现差异化竞争.....	15
2.1、 市场规模：全球高压清洗市场稳增，国内预计销售额 CAGR 达 7.5%.....	15
2.2、 竞争格局：国内企业处于转型期，浙江大农错位竞争提升市占率 .....	17
2.3、 竞争壁垒：技术和人才高要求，供应商筛选及准入认证构成壁垒 .....	20
3、 公司看点：应用场景拓宽提升需求，盈利能力业内领先.....	21
3.1、 行业趋势：高压清洗需求提升，下游拓宽至环保海水淡化等新领域.....	21
3.2、 可比公司对比：现金流获得能力强，运营及盈利水平持续领先.....	22
4、 可比估值：发行底价对应 2021 年 PE9.49X 低于可比公司及行业平均 .....	23
5、 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1： 控制人为王靖、应云琴母子，上市公司利欧股份为最大股东 .....	4
图 2： 附件主要包含喷头、延长杆、洗地盘等.....	7
图 3： 清洗机附件为最大营收贡献项 .....	8
图 4： 各年清洗机附件均贡献 40% 以上毛利 .....	8
图 5： 2021 年商用清洗机营收占 76.48% .....	8
图 6： 2021 年商用泵占泵类产品 61.23% 营收 .....	8
图 7： 清洗机附件和高压柱塞泵为毛利率较高项.....	9
图 8： 2018-2021 营收稳步上升 .....	10
图 9： 主营业务收入占总收入比例保持 95% 以上 .....	10
图 10： 净利润 2018-2021 年整体处于上升状态 .....	10
图 11： 2022H1 净利润率上升到 18.40% 高位 .....	10
图 12： 浙江大农的主要收入 70% 以上来自产品外销 .....	11
图 13： OBM 与 ODM 为主要业务模式 .....	12
图 14： OBM 模式下毛利率更高 .....	12
图 15： 期间费用率整体呈下降趋势（万元） .....	13
图 16： 研发费用率稳定于 5%-6% 区间内（万元） .....	13
图 17： 高压清洗机下游应用领域广泛 .....	15
图 18： 2025 年全球高压清洗设备的销售量预计达到 2,760 万台 .....	16
图 19： 2025 年全球高压清洗设备的市场销售规模预计达到 42 亿美元 .....	16
图 20： 2016-2020 美国高压清洁设备销售量 CAGR3.0% .....	17
图 21： 预计 2021-2025 年美国市场销售额 CAGR2.6% .....	17
图 22： 2021-2025 国内销售量预计 CAGR 达 3.6% .....	17
图 23： 2021-2025 国内销售额预计 CAGR7.5% .....	17
图 24： 经营活动持续贡献现金流（万元） .....	22

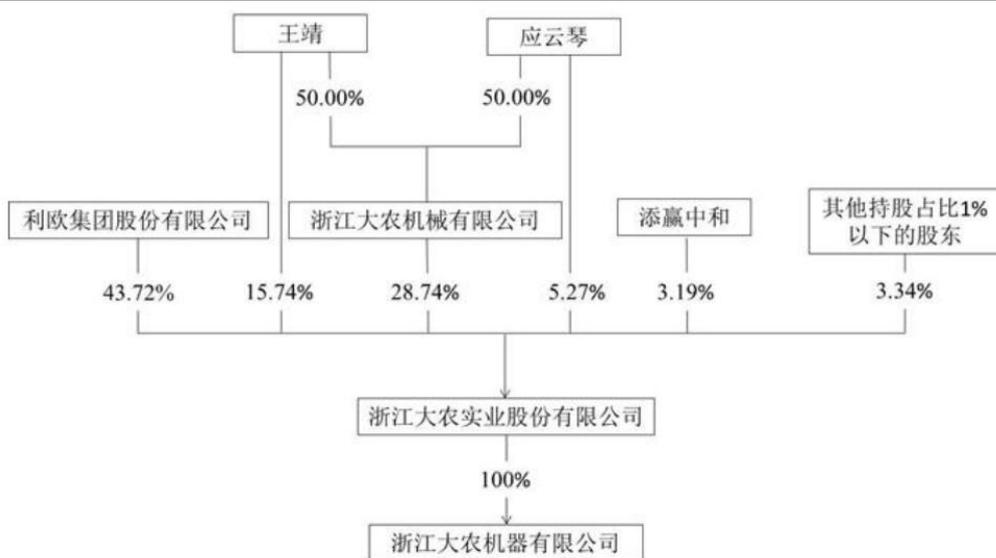
图 25: 浙江大农现金充沛(万元)	22
图 26: 浙江大农流动比率历年均高过平均水平	22
图 27: 速动比率浙江大农同样优于可比平均	22
图 28: 浙江大农毛利率高于绿田机械及亿力机电	23
表 1: 浙江大农目前共有四名高级管理人员	4
表 2: 浙江大农的高压清洗机分为家用、商用、工业用三类	5
表 3: 浙江大农生产的高压柱塞泵应用广泛	6
表 4: 浙江大农柱塞泵已拓展至工程车辆、环卫清洗车辆等新型用途	7
表 5: 高压清洗机产能扩张需求较强	9
表 6: 与境内外大客户的关系良好合作稳定	11
表 7: 高压柱塞泵性能指标高于行业标准	13
表 8: 高压清洗机同样具备竞争优势	14
表 9: 拟投入 1.81 亿元用于产能扩张	14
表 10: 国内部分较大的高压清洗机械企业正在向 ODM/OBM 转型	18
表 11: 亿力机电、绿田机械为高压清洗机方面主要竞争对手	18
表 12: 浙江大农全球市占率处于增长趋势中	19
表 13: 浙江大农产品单价高于可比公司定位偏向高端(万元、%、元/台)	20
表 14: 浙江大农本轮发行估值处于低位	23

## 1、公司情况：高压清洗小巨人，国产替代切入环保等领域

浙江大农是一家专业研究、制造各类工业、商用、民用高压和超高压冷、热水清洗机、高压泵以及手动、机动植保机械的企业，是国家级专精特新“小巨人”企业，全国农业机械工业协会常务理事单位，承担国家火炬计划产业化示范项目，获得了包括中国机械工业名牌产品和浙江省“专精特新”中小企业等多项荣誉，2019年获得高新技术企业称号。截至2022年6月30日，先后主持或参与制订了17项国家标准和2项行业标准，拥有88项专利权，其中发明专利11项。

浙江大农的共同实际控制人为王靖、应云琴母子。王靖、应云琴分别直接持有浙江大农15.74%、5.27%股份，通过持有大农机械100%股权，间接持有浙江大农28.74%股份，两人共同控制49.74%股份。最大股东为利欧股份，拥有43.72%股权。利欧集团的机械制造业务主要从事泵和园林机械的研发、制造和销售，最近三年销售占比不到20%。利欧股份及其控制的下属企业中，除利欧浙泵在报告期内涉及少量高压柱塞泵销售及高压清洗机的生产、销售情形外，其余企业均仅涉及其他民用泵、工业泵的生产、销售，未涉及高压清洗机及配件、喷雾机的生产、销售业务，与浙江大农生产、销售的高压柱塞泵产品在产品功能、技术工艺、应用领域等方面存在较大差异，且除存在少量与业务相关的关联购销情形外，不存在其他合作关系。

图1：控制人为王靖、应云琴母子，上市公司利欧股份为最大股东



资料来源：招股说明书

目前浙江大农高级管理人员共四人，王靖任董事长、总经理，鲍先启任董事、总工程师，周全兵任财务负责人，史良贵任董事会秘书。

表1：浙江大农目前共有四名高级管理人员

序号	姓名	职务	任职期间	任职经历
1	王靖	董事长、 总经理	2020年9月至 2023年9月	中国国籍，1986年12月生，本科学历。2014年3月至2014年7月，任浙江大农实业有限公司总经理助理；2014年7月至2016年9月，任公司总经理助理；2016年9月至2019年4月，任公司董事会秘书；2019年3月至2019年4月，任公司副总经理；2019年4月至今，任公司董事长、总经理
2	鲍先启	董事、总 工程师	2020年9月至	中国国籍，1967年11月生，本科学历。2005年12月至2007年12月，任浙江大农机

序号	姓名	职务	任职期间	任职经历
		工程师	2023年9月	械有限公司副总工程师；2007年12月至2014年7月，任浙江大农实业有限公司总工程师；2014年7月起任公司总工程师；2009年7月至今，任全国喷射标准化技术委员会委员；2019年5月至今，任公司董事。
3	周全兵	财务负责人	2020年9月至2023年9月	中国国籍，1979年10月生，大专学历，会计师。2008年1月至2014年7月，任浙江大农实业有限公司财务部副部长；2014年7月至今，任公司财务部部长；2020年2月起任公司财务负责人。
4	史良贵	董事会秘书	2020年9月至2023年9月	中国国籍，1979年9月生，本科学历。2005年9月至2007年12月，任浙江大农机械有限公司营销部外贸业务员；2007年12月至2014年7月，任浙江大农实业有限公司营销部副经理；2014年7月至2019年4月，任公司营销部副经理；2015年2月至2019年4月，任公司证券事务代表；2019年4月至今，任公司董事会秘书。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

### 1.1、产品结构：切入环保、海水淡化等国产替代强需求行业，高压清洗机附件毛利贡献率最高

浙江大农的主要产品包括高压清洗机、高压柱塞泵和清洗机附件，产品覆盖家用、商用和工业用三大应用领域。

高压清洗机是通过动力装置使高压柱塞泵产生高压水射流来冲洗物体表面的机器。高压清洗机由高压柱塞泵、动力设备以及车架、喷枪、喷头和高压管等附件组成。用户根据自身使用场景和偏好，可选配多种清洗机附件。与其他清洗方法相比，高压清洗机具有高效、节能、无污染、无腐蚀、成本低、设备通用性强等优点。浙江大农的高压清洗机产品包括各类型的高压冷水、热水清洗机等。

表2：浙江大农的高压清洗机分为家用、商用、工业用三类

产品名称	产品特点	主要应用领域	产品图片
家用高压清洗机	设计紧凑、小巧便携 IPX5 防水可选，安全可靠 商用级柱塞泵和耐用级电机，保证产品寿命 压力可灵活调节	适用于小型汽车清洗、家庭室内及室外清洁等。	
商用高压清洗机	专业级喷枪和可调喷头，适用多种场景 黄铜锻造泵头，压力可调节，安全耐用 可配备压力表，压力调整可视化 兼容多种动力类型 多种附加功能选配，可实现多任务多用途清洁作业 专业级喷枪，水流精准可控，提高清洗效率 欧美国际认证	适用于商用汽车清洗、建筑物清洁、管道疏通、路面清洁和养殖场清洁等各种场景。	

产品名称	产品特点	主要应用领域	产品图片
工业用高压清洗机	多种材质泵头可选，适应不同清洗场景 配置耐用级高压柱塞泵，压力可调 适配多种高功率动力设备，输出压力高或流量大，清洗效率高	适用于设备清洗、工业清洗、施工作业场地清洁、船体除漆除锈等各种场景。	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

**高压柱塞泵是高压清洗机的核心部件。**高压柱塞泵属于泵的其中一类，属于一种液压装置，是依靠柱塞在缸体中往复运动，使密封工作容腔的容积发生变化实现对液体的吸、压作用。高压柱塞泵是是高压清洗机的“心脏”，高压柱塞泵的功能和品质对高压清洗机功能、效用起决定作用。浙江大农的高压柱塞泵产品包括各类型家用、商用和工业用的高压柱塞泵，生产的高压柱塞泵部分内部配套，部分对外销售。

**表3：浙江大农生产的高压柱塞泵应用广泛**

产品名称	产品特点	主要应用领域	产品图
家用高压柱塞泵	一体式锻造斜盘，可靠耐用 设计紧凑，散热良好 使用寿命可达 500 小时	适用于汽车、房屋、花园、车道、台阶清洗等。	
商用高压柱塞泵	高性能柱塞泵，压力可调节 设计紧凑，适配多种动力设备，具有自动卸荷保护功能 使用寿命可达 1,000 小时	适用于市政环卫、建筑物清洁、管道疏通以及汽车清洗等。	
工业用高压柱塞泵	高转速设计，优化柱塞直径和行程，产品体积小、重量轻 高精度高强度核心部件，安全耐用 无故障使用寿命可达 2,000 小时	适用于工业清洗、水处理（含海水淡化）、矿山、石油化工等。	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

高压清洗机附件是充分发挥高压清洗功能的重要组件。根据清洗对象的差异，配备一系列功能附件可以提高和增强清洗效率和效果。浙江大农生产的高压清洗机附件主要包括喷枪、喷杆、洗地盘、高压管、喷头和卷管架等，配套高压清洗机，实现过滤、连接、阀控、喷射等功能，部分内部配套，部分对外销售。

**图2：附件主要包含喷头、延长杆、洗地盘等**


资料来源：浙江大农官网、开源证券研究所

高压柱塞泵及清洗机国产替代趋势下着力推进环保、海水淡化等新领域应用，已与三一集团、中联重工等建立合作关系。在海水淡化和垃圾渗滤液处理等新型应用方面，利用高压泵实现高压反渗透净水或制水正在成为行业的主流技术。国家政策在海水淡化和垃圾渗滤液处理等方面的推广和鼓励，也将持续推动高压泵的市场需求。而在市政环卫清洗领域，进口品牌依然占据大部分市场份额，经过多年发展，国产柱塞泵在性能和使用寿命与国外产品差距不断缩小。在国家政策的号召下，部分国内环卫企业突出了国产替代进口的战略方向。

目前，浙江大农已通过了中联重科股份有限公司下属的混凝土泵送机械分公司的供应商准入审核，预计第四季度开始陆续供货；并且与三一集团有限公司下属企业就市政环卫车辆及工程车辆配套设备合作完成接洽并进入供应商审核阶段，与此同时已通过其他供应商间接向其小批量供货。

**表4：浙江大农柱塞泵已拓展至工程车辆、环卫清洗车辆等新型用途**

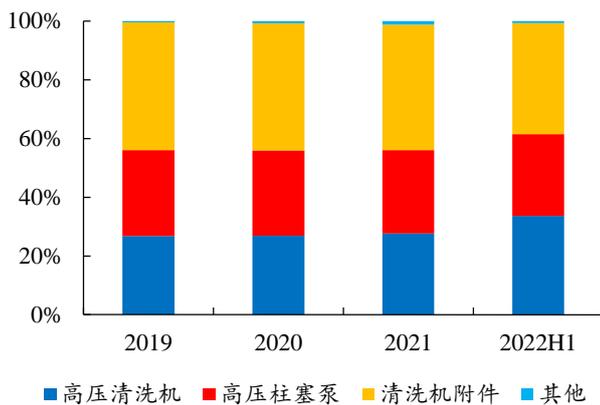
客户名称	客户介绍	未来合作内容	目前合作进展
三一环境产业有限公司 三一汽车制造有限公司	三一集团有限公司下属企业。三一集团是中国领先的工程机械企业，福布斯全球 500 强企业。集团旗下拥有三一国际（00631HK）、三一重能（688349SH）等上市公司	基于市政环卫车辆配套设备及工程机械配套设备开展合作，浙江大农将为其供应高压柱塞泵等系列产品，用于配套市政环卫车辆以及工程车辆作业后的清洗	已进入供应商系统审核阶段，预计 2022 年 10-11 月开展验厂及供应商准入审核 已通过其他供应商间接向其小批量供货
中联重科股份有限公司 混凝土泵送机械分公司	中联重科股份有限公司（000157）主要从事工程机械、农业机械等高新技术装备的研发制造，注册资本 86.67 亿元，总资料来源：开源证券研究所资产 1315 亿元，位居全球工程机械企业第 5 位	基于工程机械配套设备开展合作，浙江大农将为其提供高压柱塞泵及配套附件，主要用于工程车辆作业后的清洗	已通过供应商准入审核，目前处于产品试制验证，预计四季度开始陆续供货

资料来源：问询回复函、开源证券研究所

清洗机附件是各产品中对营收和毛利贡献最大的产品。2021年清洗机附件营收占主营业务收入的42.79%，高压柱塞泵和高压清洗机分项则分别占28.35%/27.71%，合计超50%。2019-2021年三项产品对营收的贡献比例基本稳定。2022H1清洗机附件的收入贡献下降至37.83%，高压清洗机则上升至33.72%。

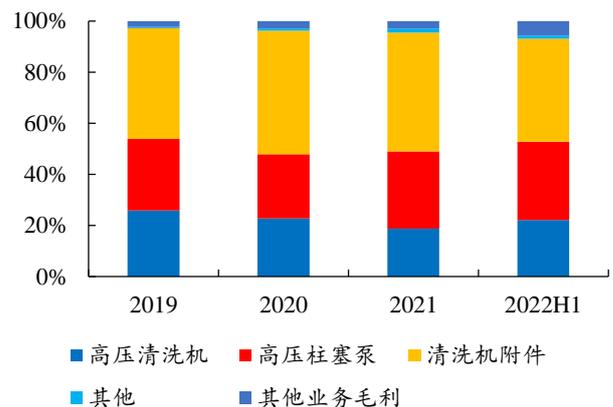
2021年清洗机附件贡献46.53%毛利，为毛利最大贡献项。高压柱塞泵和高压清洗机分别贡献30.27%/18.69%。2022H1随着营收贡献比例的变动，清洗机附件对毛利的贡献有所下降，至40.43%；高压清洗机则上升至22.05%，高压清洗机及高压柱塞泵合计贡献52.41%毛利。

图3：清洗机附件为最大营收贡献项



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

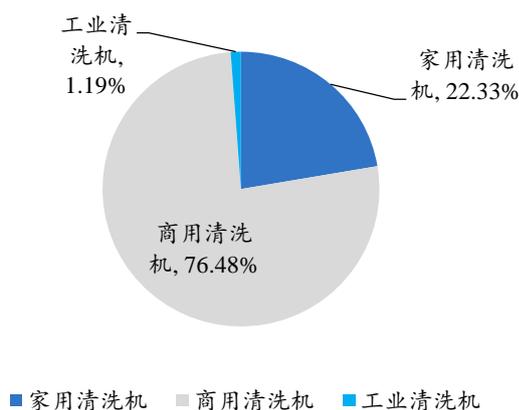
图4：各年清洗机附件均贡献40%以上毛利



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

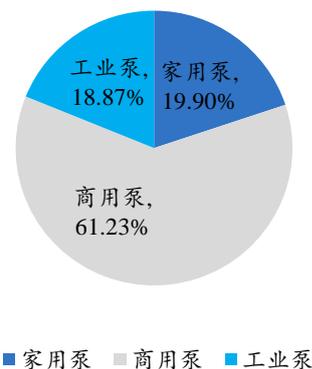
从高压清洗机以及高压柱塞泵的按行业分类销售数据来看，主要销售收入来源为商业用途。2019-2022H1年商用清洗机的销售收入占比为74.42%、72.64%、76.48%和77.22%，商用高压柱塞泵的销售收入占比为54.07%、55.13%、61.23%和65.35%。

图5：2021年商用清洗机营收占76.48%



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图6：2021年商用泵占泵类产品61.23%营收

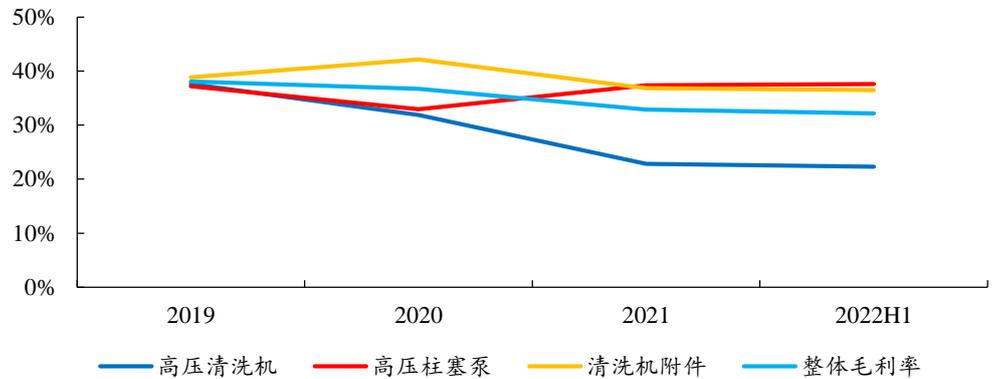


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

从各产品及公司整体毛利率数据来看，浙江大农处于毛利率缓降状态，整体毛利率从2019年的38.09%下降至32.19%。分项产品中2019、2020年清洗机附件毛利率分别为38.86%、42.13%，为毛利率最高产品项；2021及2022H1清洗机附件毛利率下降，高压柱塞泵毛利率上涨并超过附件产品，达37%以上。而高压清洗机的毛

利率在 2021 年产生 8.95pct 降幅，一方面清洗机平均售价从 2020 年 2,172.01 元下降至 2021 年 1,995.71 元，下降 176.30 元，降幅 8.12%，导致毛利率下降 5.33pct；另一方面高压清洗机单位成本从 1,455.58 元上升至 1,516.12 元，上升 60.54 元，升幅 4.16%，使得毛利率下降 3.46pct。

**图7：清洗机附件和高压柱塞泵为毛利率较高项**



数据来源：Wind、开源证券研究所

高压清洗机以及高压柱塞泵的产能利用率已经到达高位，其中高压清洗机产能利用率已经突破 100%，对产能有较大的扩张需求；而产销率方面考虑到高压柱塞泵和清洗机附件可以用于高压清洗机的内部配套，仅以用于外销的计算产销率，各产品 2022H1 的产销率均达到 94% 以上，销售情况良好。

**表5：高压清洗机产能扩张需求较强**

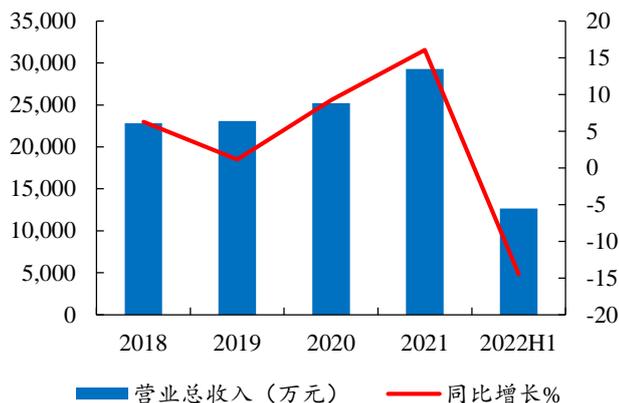
产品	项目	2022年1-6月	2021年	2020年	2019年
高压清洗机	产能	17,920	38,400	34,560	30,720
	产量	18,387	40,602	29,563	26,814
	销量	18,240	39,591	30,723	26,140
	产能利用率	102.61%	105.73%	85.54%	87.29%
	产销率	99.20%	97.51%	103.92%	97.49%
高压柱塞泵	产能	89,600	192,000	172,800	153,600
	产量	65,216	194,002	142,933	129,765
	对外销量	44,452	133,026	109,119	101,016
	内部配套	18,387	40,602	29,563	26,814
	产能利用率	72.79%	101.04%	82.72%	84.48%
高压清洗机附件（以喷枪及喷杆类为例）	产能	407,843	950,213	822,299	877,119
	产量	230,458	861,640	809,944	772,175
	对外销量	232,747	765,262	717,209	639,784
	内部配套	32,030	130,159	156,874	97,493
	产能利用率	56.51%	90.68%	98.50%	88.04%
产销率	117.30%	104.62%	109.82%	94.83%	

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

## 1.2、财务情况：外销贡献 70%以上营收，净利润率升至 18.4%高位

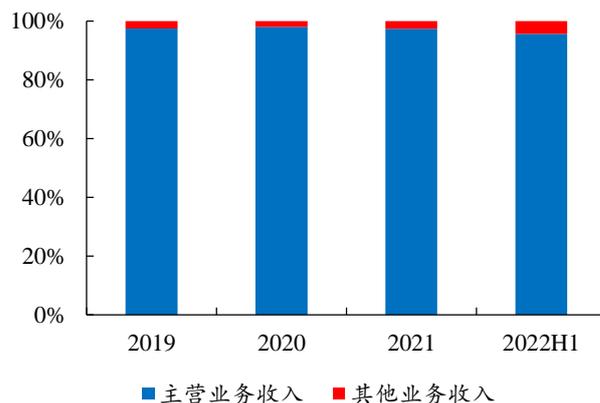
2018-2021 年浙江大农营业总收入均处于稳步上升状态，从 2018 年 2.28 亿上升至 2021 年 2.92 亿，四年 CAGR 为 8.65%，其中 2021 年由于海外客户备货需求较大，因而外销销售额上升 19.54%，整体营收增长 16.06%。2022H1 由于受到北美市场景气度下降、2021 年库存消化以及国内疫情等影响产生 16.76% 的下降。2019-2022H1 主营业务收入占营业总收入比重均在 95% 以上。

图8：2018-2021 营收稳步上升



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

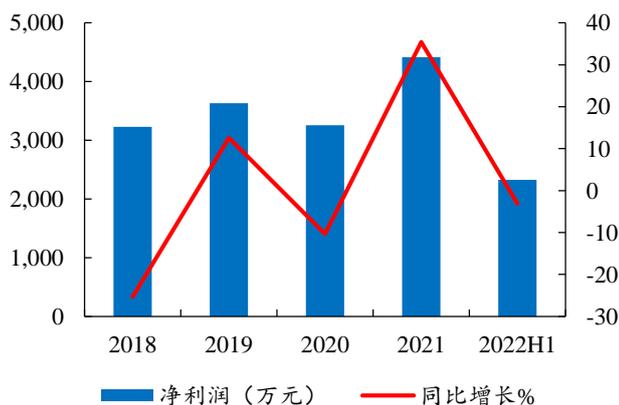
图9：主营业务收入占总收入比例保持 95% 以上



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

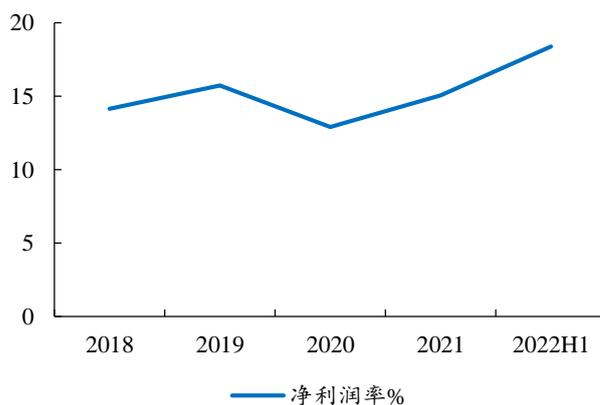
随着营业总收入的扩张，净利润 2018-2021 年整体处于上升状态，2021 年上升至 4413.05 万元，CAGR 为 11%。2022H1 为 2329.04 万元，受制于营业收入下降而同比略降。从净利润率角度来看，2018-2022H1 净利润率整体同样处于上升状态，除 2020 年由于营业利润率的下降使得净利润率有所下降外（降至 12.91%），均维持在 14% 以上，2022H1 达到 18.40% 高位，盈利能力较好。

图10：净利润 2018-2021 年整体处于上升状态



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图11：2022H1 净利润率上升到 18.40% 高位

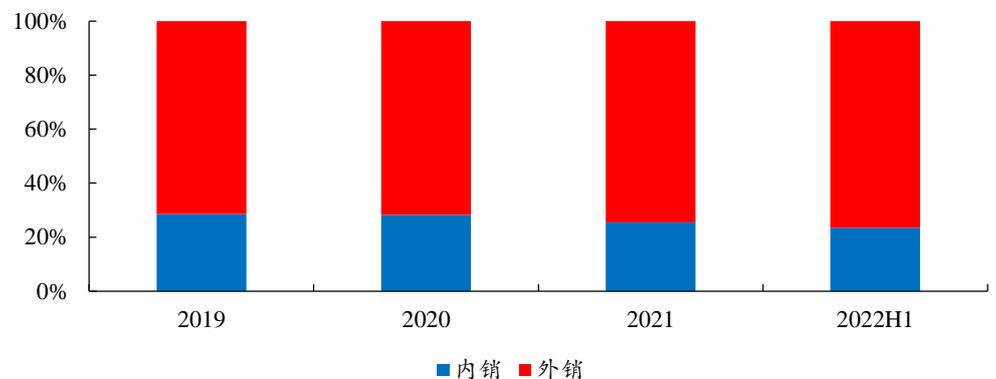


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

从营业总收入的地区构成来看，浙江大农的主要收入来源为产品外销，各年占比均超过 70%。2019-2022H1 产品外销收入占比分别为 71.36%、71.79%、74.48%、76.47%。2021 年由于国外客户如 MITM 公司（美国）、Karcher 公司（德国）等备货

需求上升，使得外销收入占比上升 2.96pct，其中 2021 年对 MITM 收入增加 1055.55 万元，同比上涨 38%；对 Karcher 销售收入上涨 375.85 万元，同比增幅 24.25%。

**图12：浙江大农的主要收入 70%以上来自产品外销**



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

而从近年前五大客户情况来看，近年对前五大客户销售额占比均在 40%-50%之间，其中 2019-2021 年对 SGY、MiTM 公司的销售额均达到当年年度销售额的 10% 以上，占比较高但并无重大依赖。从前五大客户构成来看，2019-2021 年构成和销售额排名均无变化，浙江大农与境内外大客户的关系良好，对境外客户实现销售收入的确定性较强。

**表6：与境内外大客户的关系良好合作稳定**

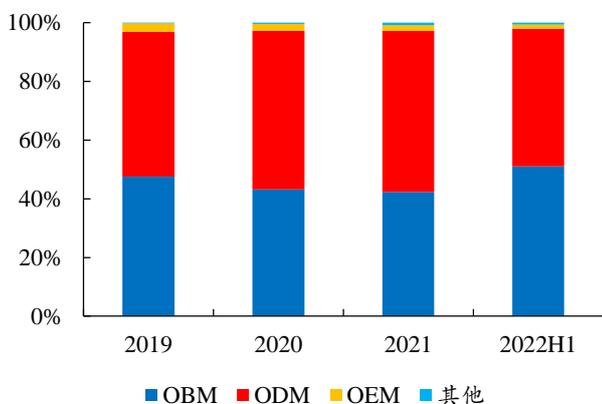
时间	序号	客户	销售金额	年度销售额占比 (%)
2022 年 1 月—6 月	1	SGY 公司 (中国香港)	18,811,519.78	15.53%
	2	MiTM 公司 (美国)	10,864,182.33	8.97%
	3	Koshin 公司 (日本)	9,996,651.33	8.26%
	4	Karcher 公司 (德国)	6,623,734.26	5.47%
	5	Canpump 公司 (加拿大)	6,507,963.80	5.37%
		合计	52,804,051.50	43.60%
2021 年度	1	SGY 公司 (中国香港)	49,221,056.00	16.81%
	2	MiTM 公司 (美国)	38,384,425.57	13.11%
	3	Karcher 公司 (德国)	19,316,098.74	6.60%
	4	Koshin 公司 (日本)	16,478,041.81	5.63%
	5	上海东贸贸易有限公司	16,203,299.05	5.53%
		合计	139,602,921.17	47.68%
2020 年度	1	SGY 公司 (中国香港)	46,676,873.85	18.50%
	2	MiTM 公司 (美国)	27,827,548.37	11.03%
	3	Koshin 公司 (日本)	18,438,902.75	7.31%
	4	Karcher 公司 (德国)	15,558,562.96	6.17%
	5	上海东贸贸易有限公司	12,722,235.96	5.04%
		合计	121,224,123.89	48.05%
2019 年度	1	SGY 公司 (中国香港)	46,261,252.83	20.03%

时间	序号	客户	销售金额	年度销售额占比 (%)
	2	MiTM 公司 (美国)	25,030,359.14	10.84%
	3	Koshin 公司 (日本)	15,519,046.44	6.72%
	4	Karcher 公司 (德国)	15,171,331.64	6.57%
	5	上海东贸贸易有限公司	10,650,056.30	4.61%
		合计	112,632,046.35	48.77%

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

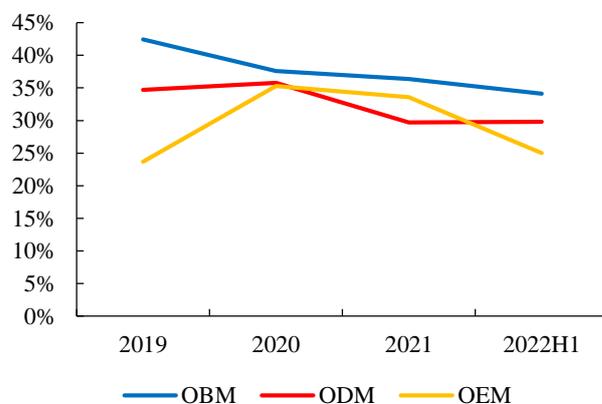
浙江大农的主要业务模式为 OBM 与 ODM。高压清洗机以 ODM 模式为主, OBM 与 ODM 模式收入比例大致为 3:7; 高压柱塞泵以 OBM 模式为主, 比例大致为 8:2; 清洗机附件以 ODM 模式为主, 比例大致为 3:7。内销以 OBM 模式为主, 收入占比超过 70%; 外销以 ODM 模式为主, 收入占比超过 60%。2019-2021 年 ODM 收入占比分别为 49.30%/54.12%/54.84%, 略高于 OBM 47.53%/43.19%/42.32%, 为收入构成最大项, 而 2022H1 占比下降至 46.86%。从毛利率方面来看 OBM 模式下毛利率最高, 2019-2022H1 分别为 42.44%、37.57%、36.37%、34.12%, 均高于 ODM 模式下毛利率, 可见浙江大农在 OBM 模式下研发设计、开发产品方面拥有更多的自主权, 具备更高的议价能力。

图13: OBM 与 ODM 为主要业务模式



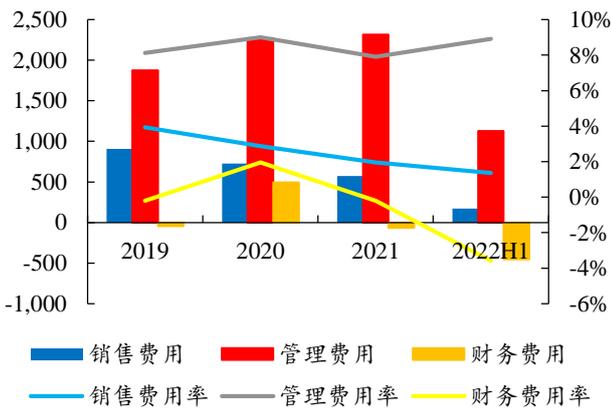
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图14: OBM 模式下毛利率更高

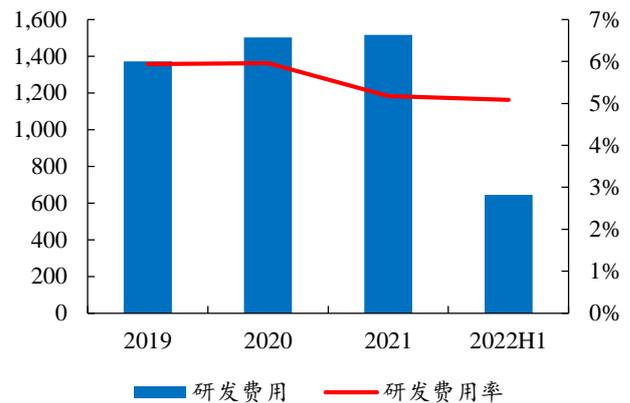


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

期间费用率整体呈下降趋势, 研发费用率保持稳定。2019-2022H1 销售费用率保持下降趋势, 分别为 3.93%/2.88%/1.95%/1.36%。管理费用率保持稳定, 维持于 7-9% 的水平, 财务费用 2020 年受人民币兑美元汇率波动较大影响而上升, 2022H1 由于人民币对美元贬值较大, 产生 343.26 万元的汇兑收益, 财务费用进一步下降至 -3.58%。研发费用规模随营收规模上升而扩大, 研发费用率稳定于 5%-6% 区间内, 2022H1 为 5.09%。

**图15：期间费用率整体呈下降趋势（万元）**


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

**图16：研发费用率稳定于5%-6%区间内（万元）**


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

### 1.3、竞争优势：参与制定 17 项国家标准，产品性能高于国内同类水平

**参与制定多项国家标准，研发创新领先。**浙江大农集生产和创新为一体，主导、参与、制订了 17 项国家标准和 2 项行业标准，获得“浙江制造”标准认证。2009 年被认定为高新技术企业。截至 2022 年 6 月 30 日，拥有专利 88 项，其中发明专利 11 项。浙江大农拥有热水清洗机相关专利，提高了设备热转换效率，降低了设备体积、重量和能耗，使用便捷。同时，高压柱塞泵采用易启动技术，降低设备启动负载，提高启动成功率。浙江大农注重与下游厂商合作，对产品进行修正和研发，不断满足客户的需求，不断加大研发投资，引进行业相关人才，做创新型前瞻性研发，突出产品技术创新和研发优势，把握技术和产品发展方向。

**产品性能高于行业标准，竞争优势突出。**浙江大农所生产的高压清洗机相关产品质量过硬，性能突出，荣获中国机械工业名牌产品、省级装备制造业重点领域首台（套）产品、省级出口名牌和浙江制造“品字标”企业等一系列荣誉，深受广大欧美市场客户的青睐。高压柱塞泵性能指标高于行业标准。

**表7：高压柱塞泵性能指标高于行业标准**

指标	产品类别	本公司产品	国内同类水平/行业标准水平
无故障使用寿命	家用高压柱塞泵	不低于 350 小时	不低于 96 小时
	商用高压柱塞泵	不低于 800 小时	不低于 200 小时
	工业用高压柱塞泵	不低于 1,500 小时	不低于 1,200 小时
容积效率	家用高压柱塞泵	不低于 80%	不低于 76%
	商用高压柱塞泵	不低于 82%	不低于 78%
	工业用高压柱塞泵	不低于 95%	不低于 93%
总效率	家用高压柱塞泵	不低于 70%	不低于 50%
	商用高压柱塞泵	不低于 78%	不低于 60%
	工业用高压柱塞泵	不低于 89%	不低于 87%
产品维护		产品维护少	产品维护多，使用中需经常更换易损件。
功能		有易启动、自吸增强和低压	选配功能少

指标	产品类别	本公司产品	国内同类水平/行业标准水平
		损吸液功能等多种选配项 可满足特定用户需求	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

高压清洗机相比行业同类水平同样具备优势。

**表8：高压清洗机同样具备竞争优势**

指标	本公司产品	国内同类水平/行业水平
使用寿命	寿命较长	
压力流量	10~150MPa, 5~1000L/min 规格齐全, 适应不同场合、不同领域使用需求	随着设备输出压力逐渐增大, 设备磨损速度加快, 使用寿命缩短。
轻巧	采用高速泵和高速动力构架, 产品重量轻, 便于产品移动	
成本	产品整合程度高, 消耗原材料少, 适合批量生产, 制造成本低。	
外型	外型部件采用模具成型, 产品美观	
产品维护	产品维护少	产品维护多, 使用中需经常更换易损件。
功能	有易启动功能, 自吸增强功能, 吸剂体低压损过流功能等, 多种选配项可满足特定用户需求	选配功能少

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

**零部件自制率达80%，自动化生产具备工艺优势。**浙江大农全面实施精益生产模式，绝大多数部件、核心部件从毛坯到成品实现了一件流，产品零部件自制率达80%左右，加工能力强，加工零部件涵盖多面加工零件（泵头）、高精度磨削加工零件（曲轴）、多面高精度一次加工成型零件（曲轴箱体）、高表面硬度及光洁度零件（柱塞）。浙江大农近年来不断提升生产设备的自动化水平，设备的自动化、半自动化率持续提升，降低了人工误差，提高生产管理的自动化程度，进一步提高生产效率，降低生产成本。核心装备主要引进自美国、日本及韩国，拥有各类加工中心、车削中心、精密高速机床等各类先进加工装备，装备涵盖加工、涂装、装配、检测、试验等产品制造全过程；配有企业资源管理系统（ERP）和产品生命周期管理系统（PLM）系统，有效调配企业内外资源，保证生产有序推进。

#### 1.4、募投项目：拟投入1.81亿元用于高压柱塞泵产能扩张项目

本次拟公开发行股票不超过18,683,333股，拟投入募集资金2.58亿元用于高压柱塞泵及泵组系统产品扩产项目和研发中心建设两大项目。其中1.81亿元用于高压柱塞泵产能扩张。

**表9：拟投入1.81亿元用于产能扩张**

序号	实施项目	投资总额（万元）	募集资金投入金额（万元）
1	高压柱塞泵及泵组系统产品扩产项目	18,141.13	18,141.13
2	研发中心建设项目	4,655.35	4,655.35
3	补充流动资金	3,000.00	3,000.00

序号	实施项目	投资总额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)
合计	25,796.48	25,796.48	

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

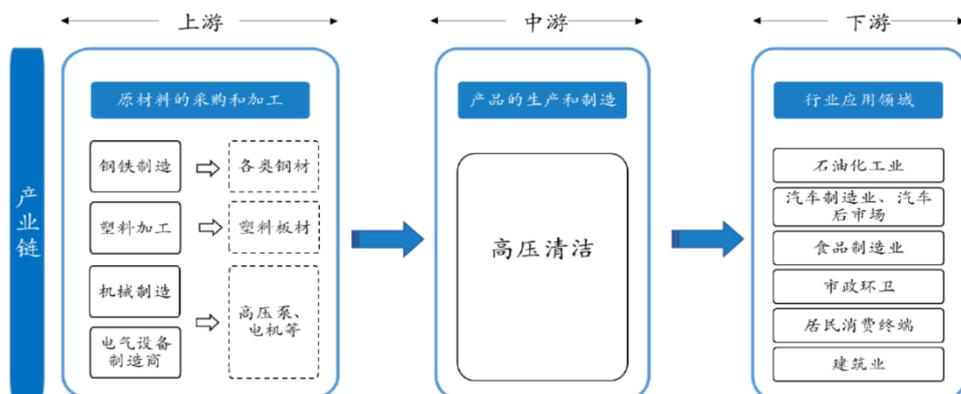
高压柱塞泵及泵组系统产品扩产项目预计两年完成项目建设，预计增加的产能涵盖 30,000 台高压清洗机、126,000 台高压柱塞泵、2,000 套泵组系统产品和 2,000,000 件其他配套产品，有助于提升企业市场竞争能力。预计完全达产年新增收入 24,100.00 万元，新增净利润为 2,492.98 万元。

## 2、市场情况：国内及全球市场稳步增长，实现差异化竞争

### 2.1、市场规模：全球高压清洗市场稳增，国内预计销售额 CAGR 达 7.5%

高压清洗机上游产业主要包括金属材料、塑料、机械制造和动力设备等。下游主要分为家用、商用和工业用领域。家用产品通常对产品的水压、稳定性、准确性、使用寿命等要求较低，而对产品体积和便携性有较高要求。商用和工业用高压清洗设备则更注重产品的压力、稳定性、准确性、清洗效率等性能指标，对产品体积和便携性要求较低。

图17：高压清洗机下游应用领域广泛



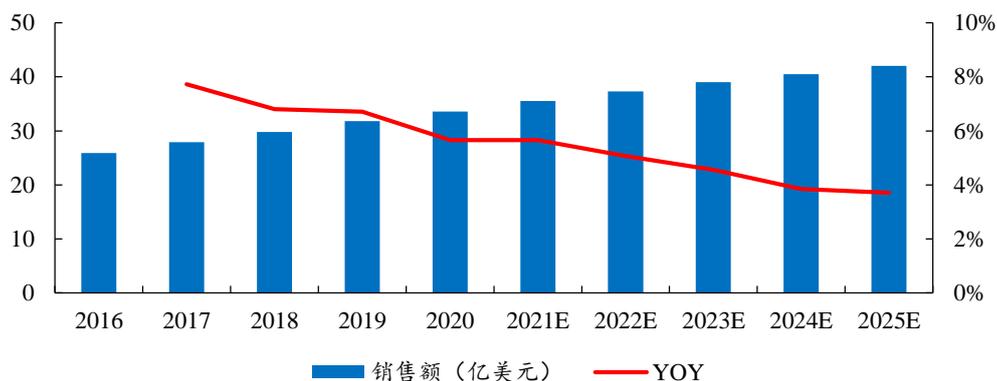
资料来源：沙利文、开源证券研究所

从全球销量来看，高压清洗在欧美日等发达国家经历了较长的发展时间，开拓了广泛的下游应用领域，整体市场较为成熟。全球范围内，高压清洁设备的市场销售量稳定增长。2020 年，全球高压清洗设备销量约为 2,510 万台。随着高压清洁设备在中国等新兴市场的需求逐渐增加，全球市场需求持续扩大，预计到 2025 年，全球高压清洗设备的销售量达到 2,760 万台。

**图18：2025年全球高压清洗设备的销售量预计达到2,760万台**

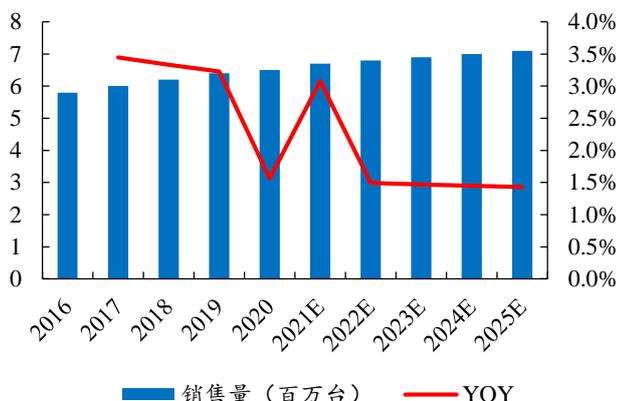

数据来源：沙利文、开源证券研究所

从全球销售收入来看，2020年全球高压清洗设备销售规模达到33.6亿美元。高压清洗设备的技术和应用不断升级，高压清洗设备的功能不断丰富，设备单价正在不断增加。预计到2025年，全球高压清洗设备的市场销售规模有望达到42亿美元。

**图19：2025年全球高压清洗设备的市场销售规模预计达到42亿美元**


数据来源：沙利文、开源证券研究所

美国高压清洁设备市场的应用范围较广、普及率较高，在商用和民用领域，对高压清洁设备的接受度与需求量较高。2016-2020年美国高压清洁设备市场销售量年复合增长率约3.0%，销售额年复合增长率约2.7%。2020年初美国爆发的新冠疫情对市场影响有限，对高压清洁设备的需求量不降反升，2020年市场销售量与销售额呈正增长状态，销售量年增幅约2.1%，销售额年增幅约1.8%，年销售额约13.9亿美元。预计2021-2025年美国高压清洁设备市场销售量与销售额延续增长态势，普及率进一步得到提升，高压清洁设备市场销售量的年复合增长率约1.6%，销售额的年复合增长率约2.6%。

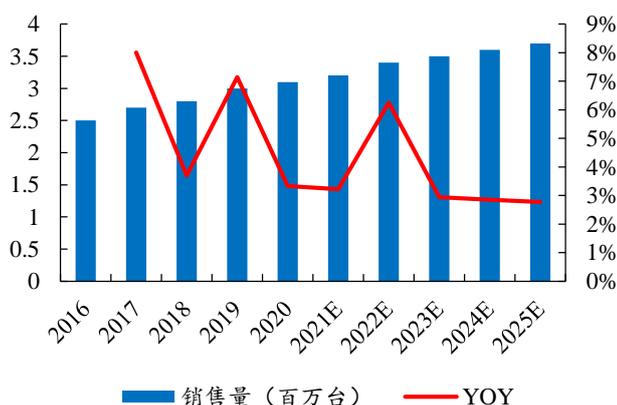
**图20: 2016-2020 美国高压清洁设备销售量 CAGR3.0%**


数据来源: 沙利文、开源证券研究所

**图21: 预计 2021-2025 美国市场销售额 CAGR2.6%**


数据来源: 沙利文、开源证券研究所

中国高压清洁设备市场尚处于成长阶段。受中国经济利好及消费升级带来的积极影响，中等收入群体的扩大，人民生活水平的不断提高，人们对清洁工具的舒适度、便捷度、和个性化逐渐提高，中国高压清洁设备的普及度有望得到快速提升。2016-2020年，中国市场销售额与销售量整体呈增长状态，销售量的年复合增长率约5.2%，销售额的年复合增长率高达约8.6%。2020年市场整体受新冠疫情影响较弱，市场维持增量状态。预计2020年到2025年，中国市场销售量与销售额继续呈快速增长态势，增速略有放缓，销售量的年复合增长率达约3.6%，销售额的年复合增长率约7.5%。

**图22: 2021-2025 国内销售量预计 CAGR 达 3.6%**


数据来源: 沙利文、开源证券研究所

**图23: 2021-2025 国内销售额预计 CAGR7.5%**


数据来源: 沙利文、开源证券研究所

## 2.2、竞争格局: 国内企业处于转型期, 浙江大农错位竞争提升市占率

目前行业主要参与者可以分为品牌制造商和代工制造商。品牌制造商主要负责自主品牌产品的生产和销售。代工制造商的经营模式包括OEM和ODM。国内高压清洗机械厂商在之前的发展过程中大多以贴牌生产为主，品牌认知度较低。国内部

分规模较大的高压清洗机械企业在过往以出口为主的贴牌加工过程中积累了较强的技术实力，逐步从贴牌生产向自主设计和自主品牌模式转型。凭借出众的生产经验和较强的技术实力，这些厂商不断提高市场渗透率。随着整体技术的提升，这些企业有望不断提升市场占有率。此外，还有部分小规模民营生产商由于技术和资金限制，产品主要面向中低端市场或为大型厂商进行代工。

**表10：国内部分较大的高压清洗机械企业正在向 ODM/OBM 转型**

企业类型	竞争情况	代表企业
国际大型高压清洗机械企业	拥有全球领先的技术和管理优势； 在全球范围市场竞争； 以高端高压清洗机械和下游行业高压清洗机械配套方案为主要产品和服务	Annovi Reverberi（意大利）
		Interpump Group（意大利）
		Speck Triplex Pumpen（德国）
国内高压清洗机械企业	处于从 OEM 到 ODM 或 OBM 的转型阶段； 具有良好的生产经验和加工实力； 积累了一定的技术经验和市场份额； 产品质量和成本具有较强竞争力	NILFISKHOLDINGA/S（丹麦）
		Karcher 公司（德国）
		Koshin 公司（日本）
国内小型高压清洗机械企业	数量众多，竞争激烈； 主要在中低端市场竞争或为其他企业代工； 研发实力受限，产品技术含量较低，发展空间有限	浙江大农
		绿田机械
		苏美达
		苏州黑猫
		亿力机电
		天津通洁
		熊猫机械

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

国内市场与浙江大农业务类似的可比公司主要为绿田机械、亿力机电、海特克动力，其中亿力机电、绿田机械为高压清洗机生产商，与浙江大农为竞争关系，海特克动力和浙江大农均生产高压柱塞泵产品。

**表11：亿力机电、绿田机械为高压清洗机方面主要竞争对手**

公司名称	经营情况	市场地位	技术实力	衡量核心竞争力的关键业务数据及指标
亿力机电	主要从事高压清洗机、吸尘器等清洁产品的研发、生产及销售业务	主要产品为高压清洗机、吸尘器、配件及其他清洁产品，其中高压清洗机占历年主营业务收入 80% 左右。2019 年高压清洗机在“清洗机及其配件”品类出口数量市场占有率约为 27.7%。境内市场方面，2020 年“亿力”品牌高压清洗机在中国市场销售额市场占有率约为 14.8%。	截至 2021 年 08 月 31 日，拥有 81 项境内专利，其中发明专利 2 项，4 项境外专利，其中发明专利 2 项，并有软件著作权 11 项及集成电路布图 30 项。	2020 年度主营业务收入为 193,233.53 万元，其中高压清洗机主营业务收入为 159,206.86 万元。
绿田机械	专业从事通用动力机械产品和高压清洗机产品的研发、生产和销售。	具备较为完善的研究开发体系和较为先进的规模化生产能力，保障了公司产品质量的可靠性和一致性，同时，与发展历史悠久的国际知名客户相比，同类产品具有较为明显的性价比优势，形成了公司良好的品牌形象和核心竞争力。	截至 2021 年 5 月 28 日拥有 209 项已获授权的专利，其中发明专利 8 项。	2021 年度主营业务收入为 155,520.66 万元，其中高压清洗机为 86,938.65 万元。
海特克动力	主要从事液压系统元	是国内少数掌握自主知识产权的综合型液压系	截至 2021 年 6 月 30 日合	2020 年度主营业务收入

公司名称	经营情况	市场地位	技术实力	衡量核心竞争力的关键业务数据及指标
	件产品的研发、生产和销售，研制开发了内啮合齿轮泵以及多种规格的高压柱塞泵、柱塞马达、控制阀等产品。	统元件企业之一，具有品牌口碑突出、技术积淀深厚、产品种类完备、市场配套能力强等优势，所生产的高端液压系统元件产品达到国内较为先进的水平。	计拥有 48 项注册专利，其中发明专利 10 项。	入 69,624.41 万元，2021 年 1-6 月主营业务收入 53,225.83 万元。
浙江大农	专注于高压清洗机相关产品的研发、生产和销售，产品涵盖高压清洗机整机、高压柱塞泵和清洗机附件	国家级专精特新“小巨人”企业，全国农业机械工业协会常务理事单位，承担国家火炬计划产业化示范项目，获得了包括中国机械工业名牌产品和浙江省“专精特新”中小企业等多项荣誉。拥有一定的行业地位和市场份额，且近年来处于增长的趋势，但总体经营规模和利润规模相比竞争对手仍有一定差距。	截至 2022 年 6 月 30 日主持或参与制订了 17 项国家标准和 2 项行业标准，拥有 88 项专利权，其中发明专利 11 项。相关产品通过 CE、REACH 和 RoHS 等国内外市场准入认证。	2019-2022H1 营业收入分别为 23,093.84 万元、25,229.50 万元、29,281.12 万元和 12,660.67 万元。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

鉴于绿田机械、亿力机电和浙江大农高压清洗机相关产品均主要用于外销，内销比例较少，因此采用全球高压清洗设备销售总额进行市场占有率的比较。可见国内三家企业在全州市占率不断上升，而浙江大农目前受限于体量较小市占率尚落后，但处于增长趋势中。

**表12：浙江大农全球市占率处于增长趋势中**

项目	2021 年度	2020 年度	2019 年度	
全球销售额 (亿美元)	35.50	33.60	31.80	
销售额	绿田机械(万元)	86,938.65	62,760.85	52,386.48
	亿力机电(万元)	-	159,206.86	130,997.36
	浙江大农(万元)	28,512.83	24,744.30	22,519.11
市场份额	绿田机械	3.80%	2.71%	2.39%
	亿力机电	-	6.87%	5.97%
	浙江大农	1.24%	1.07%	1.03%

数据来源：问询函回复、开源证券研究所

**浙江大农产品偏向高端家用和商用为主，与绿田机械、亿力机电等实现差异化竞争。**浙江大农高压清洗机相关产品定位与可比公司不同，浙江大农高压清洗机以高端家用/半商用、商用为主，绿田机械、亿力机电高压清洗机以经济型入门级家用清洗机为主。根据可比公司招股说明书产品分类描述及产品平均单价情况，绿田机械高压清洗机以家用为主，2020 年度其家用清洗机收入占比 76.57%，平均单价约为 300 元/台，商用清洗机收入占比 23.43%，平均单价约为 1380 元/台，整体清洗机平均单价约为 370 元/台；亿力机电高压清洗机划分为入门级家用、中端家用、高端家用/半商用、商用冷水清洗机等，2020 年度亿力机电清洗机整体平均单价约 330 元/台。浙江大农整体高压清洗机平均单价约为 2200 元，高于亿力机电和绿田机械，其中家用清洗机平均单价约为 1600 元/台、商用清洗机平均单价约为 2400 元/台、工业用清洗机平均单价约为 7000 元/台。对比 2020 年度浙江大农和绿田机械家用清洗机平均单价，浙江大农家用清洗机平均单价约 1620 元/台，高于绿田机械家用清洗机的平均单价 300 元/台，且高于其商用清洗机的平均单价 1350 元/台。

**表13：浙江大农产品单价高于可比公司定位偏向高端(万元、%、元/台)**

公司名称	产品类型	2020 年度			2019 年度		
		收入	收入占比	平均单价	收入	收入占比	平均单价
绿田机械	家用	48,053.87	76.57	303.18	39,019.00	74.48	350.54
	商用	14,706.98	23.43	1,380.63	13,367.48	25.52	1,378.57
	小计	62,760.85	100	371.03	52,386.48	100	432.92
亿力机电	清洗机整体	159,206.86	100	328.35	130,997.36	100	318.97
浙江大农	家用	1,615.60	24.21	1,626.17	1,359.73	22.54	1,648.56
	商用	4,847.06	72.64	2,366.38	4,488.81	74.42	2,546.70
	工业用	210.41	3.15	6,898.72	183.32	3.04	6,891.89
	小计	6,673.07	100	2,172.01	6,031.86	100	2,307.52

数据来源：问询函回复、开源证券研究所

### 2.3、竞争壁垒：技术和人才高要求，供应商筛选及准入认证构成壁垒

**技术密集型企业对人才支撑高要求。**高压清洗机械行业是技术密集型行业，其发展需要有足够的机械工程、流体力学、环境工程、工业设计等学科专业人才作为支撑。同时，高压清洗下游应用领域具有不同功能性需求，因此具有下游应用领域知识的专业人才同样是企业发展的重要支柱。此外，全面熟悉产品特征、充分了解客户需求的市場人員和經驗豐富的项目管理人員也是企業發展不可或缺的人才資源。

**高压清洗机设计制造具有较高技术壁垒。**高压清洗机械设计和制造需要掌握对流体力学、压力、管路设计、喷射技术和新材料等技术。设备的研发、工业设计和工艺实现都需要具备较高的技术研发水平和生产水平，具有技术密集、高投入和高效益等显著特征。产品设计、试制到批量生产过程对设备的加工制造和装配的要求较高，因而需要有经验和实力的设计、技术和制造团队，不断根据下游领域市场需求变化，持续改进产品品质和性能。同时，随着行业参与者对专利和知识产权的保护意识提高，新进入者获得技术的难度和成本显著提升。

**良好的供应商品牌带来强大市场竞争力。**高压清洗机械是一种下游应用广泛的新型清洗设备，高压泵的品质会对高压清洗的效果和资源消耗有着非常重要的影响。高压清洗机械的品质、性能、稳定性和节能性是下游领域使用者选择高压清洗机械的关键因素。因此，下游厂商对高压清洗机械供应商的选择格外慎重，对供应商的知名度、专业技术、产品经验以及售后服务等都有较高要求。下游生产企业会严格审查各竞标企业的产品技术、品质和反应速度等能力，在全球范围内优先选择品牌实力雄厚、技术水平领先、信誉度高、口碑良好的供应商。只有具备多年经验且综合实力雄厚的品牌供应商，才能凭借强大的市场竞争力获得更多市场份额。

**市场准入认证门槛不断提高。**在满足技术研发要求的基础上，不同国家和地区对高压清洁设备市场准入认证有着不同要求，包括安全、环保、排放等方面。在中国市场高压清洁技术和行业标准逐步提高，市场进入壁垒逐步提升。在海外市場，高压清洗机械的认证标准同样日趋严格，需要取得认证以后才能在相关国家出口销售，因而形成较高的市场准入壁垒。

### 3、公司看点：应用场景拓宽提升需求，盈利能力业内领先

#### 3.1、行业趋势：高压清洗需求提升，下游拓宽至环保海水淡化等新领域

**消费升级推动家用设备市场需求。**在家用方面，由于高压清洗机械相比传统的人力清洗具有操作简单、清洗效率高的特点。与此同时，随着居民对高效安全清洁需求的增加，以及居民收入水平的提高，越来越多的消费者倾向于采用机器替代人力清洗。近年来国内市场家用高压清洗机械的需求也正在迅速增加，为家用清洗市场带来新的增长点。

**清洗行业环保要求日趋严格，推动国内市场高压清洗需求。**在国内市场，长期以来我国清洗行业一直处于化学和手工清洗为主状态，高压清洗机械的使用相对较少。然而随着近年来社会经济的持续发展以及政策对环保需求的逐步提高，化学清洗和喷砂清洗的清洗方式由于其高污染的特点正在逐渐被限制使用，越来越多的清洗需求转向高压清洗，推动了商用和工业用高压清洗机械在下游行业的应用普及。在商用和工业用方面，对比传统的化学清洗和人工清洗，高压清洗机械具有省人工、高清洗效率、无需化学添加剂、零污染、成本低、无需二次清洁等优点，可以满足商业和工业用中对于能耗和环保的要求，为用户带来节能减排以及节约成本的效果。高压清洗机械正在成为绿色工业和绿色服务业发展中的重要设备。

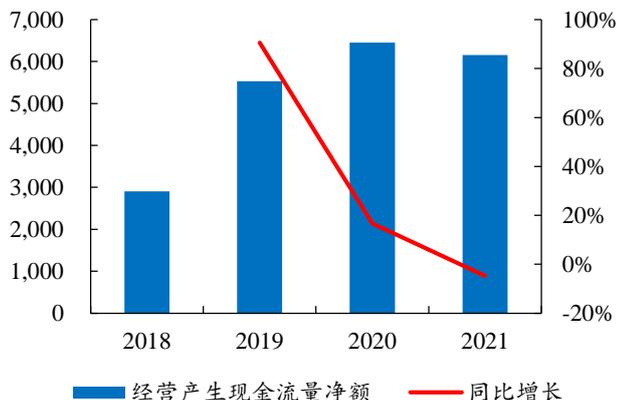
**清洗作业自动化水平提升。**高压清洗机械可以与智能系统相匹配实现清洗环节的自动化和智能化，提高工业和服务业生产服务的智慧化和自动化水平，降低人工成本，实现清洗清洁环境的自动化和智能化。在传统清洗领域以外，随着高压清洗技术水平的提高以及热水高压清洗机械的使用门槛逐渐降低，高压清洗机械尤其是热水高压清洗机械的下游使用场景逐渐扩展，在物业管道疏通、畜牧业养殖场地清洁消杀等领域的使用逐渐增加。使用热水高压清洗机械，可以有效地提高物业管道清洁效率和养殖场地清洁消杀效率，降低操作难度和操作人员需求，提高物业管理和养殖管理的整体水平，同时减少化学品和兽用药品的使用，实现绿色管理和绿色农业的发展目标。

**应用场景不断拓宽带来新型需求。**在海水淡化和垃圾渗滤液处理等新型应用方面，利用高压泵实现高压反渗透净水或制水正在成为行业的主流技术。国家政策在海水淡化和垃圾渗滤液处理等方面的推广和鼓励，也会持续推动高压泵的市场需求。海水淡化方面目前国内市场还是以进口设备为主，浙江大农经过多年研发与积累，已经形成全系列的海水淡化用泵，在船舶和海岛等小型海水淡化设备上可广泛应用。同时也在进行海水淡化成套设备的预研，目标拥有面向终端用户的海水淡化成套设备。垃圾渗滤液处理方面目前垃圾渗滤液处理用柱塞泵目前基本被进口泵垄断，在该领域，传统的柱塞泵在耐腐蚀和耐久性达不到使用要求。浙江大农经过不断研发与改进，不断提升产品性能。在国家政策的号召下，部分国内环卫企业突出了国产替代进口的战略方向，而浙江大农作为国内多家大型环卫企业的供应商，有望受益于进口替代的政策红利。

### 3.2、可比公司对比：现金流获得能力强，运营及盈利水平持续领先

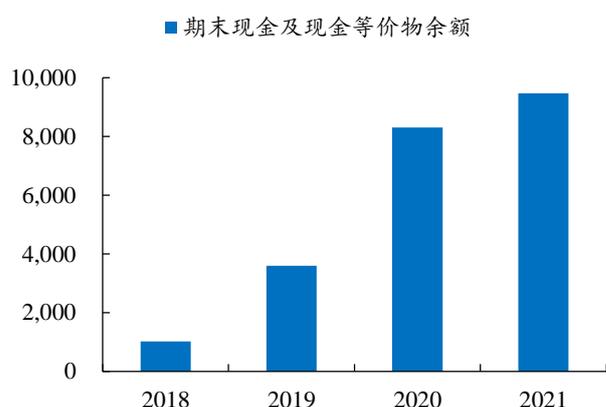
近三年浙江大农现金流情况较好,有经营活动产生的现金流净额 2019-2021 年分别为 5,533.45 万元/6,456.42 万元/6,155.17 万元, 2022H1 为 3801.03 万元, 经营活动持续贡献现金流; 期末现金及等价物在 2019-2021 年累计上涨 163.36%, 浙江大农整体现金流获得能力较强。

图24：经营活动持续贡献现金流（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

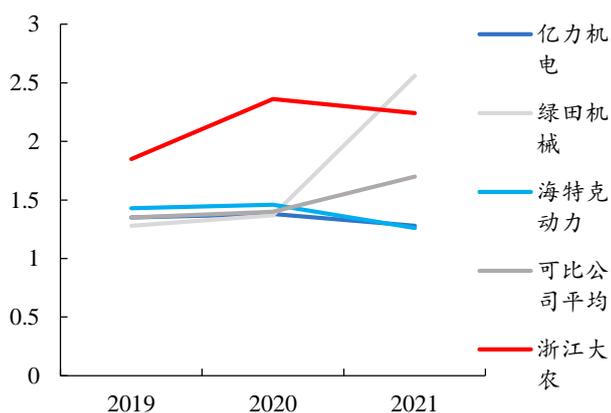
图25：浙江大农现金充沛（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

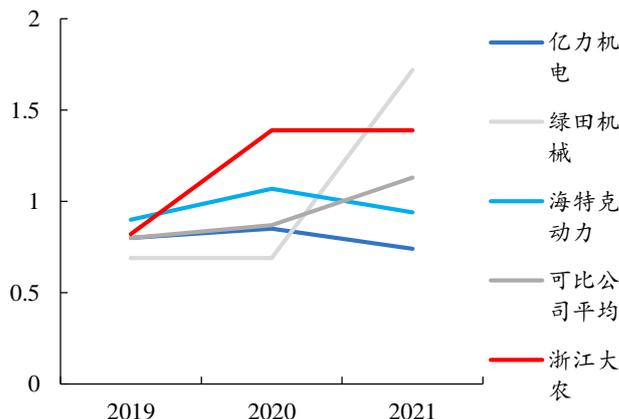
浙江大农经营情况在行业内具有优势。流动比率方面,浙江大农 2019-2021 年分别为 1.85/2.36/2.24, 2022H1 进一步上升至 2.72, 均维持在 1.8 以上, 始终超过行业平均水平。速动比率方面, 浙江大农 2019-2021 年分别为 0.82/1.39/1.39, 均高于可比公司平均 0.8/0.87/1.13 水平, 2022H1 进一步上升至 1.91。

图26：浙江大农流动比率历年均高过平均水平



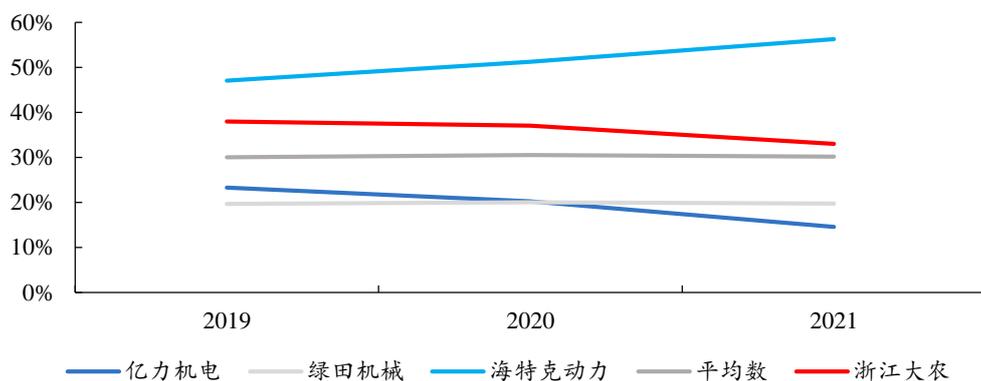
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：速动比率浙江大农同样优于可比平均



数据来源：Wind、开源证券研究所

浙江大农的毛利率相较可比公司水平更高, 盈利能力更强。2019-2021 浙江大农毛利率分别为 38.00%/37.07%/32.99%, 而对比业务相近的绿田机械和亿力机电在 2019-2021 的毛利率, 绿田机械分别为 19.68%/20.02%/19.72%, 亿力机电分别为 23.28%/20.25%/14.58%, 浙江大农由于产品定位更高端, 偏向商用, 因而盈利能力更强。海特克动力由于主要业务为液压系统泵类产品, 可比性较低。

**图28：浙江大农毛利率高于绿田机械及亿力机电**


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

#### 4、可比估值：发行底价对应 2021 年 PE9.49X 低于可比公司及行业平均

本轮公开发行的底价为 7.5 元/股，对应稀释前 2021PE 为 9.49X，相较于目前绿田机械 18.38X 的 2021PE 估值折价水平较高，同时考虑到浙江大农柱塞泵产品预计切入环保、海水淡化等有强国产替代需求的新应用场景，建议谨慎参与。

**表14：浙江大农本轮发行估值处于低位**

证券代码	证券名称	总市值(亿元)	2021 归母净利润 (百万元)	2021PE	PS TTM	PB MRQ
605259.SH	绿田机械	29.26	159.17	18.38	1.87	2.06
A21255.SH	亿力机电	——	——	——	——	——
A21523.SH	海特克	——	——	——	——	——
	CICS 其他通用机械			45.18	2.64	2.80
831855.NQ	浙江大农	5.61	44.13	12.70	2.11	1.47

数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 5、风险提示

海外销售风险、汇率风险、市场份额替代风险、新股破发风险。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn