

# 凌霄泵业 (002884)

证券研究报告

2024年01月25日

## 塑料卫浴泵行业“隐形冠军”，出口链+高股息彰显价值

### 凌霄泵业：塑料卫浴泵龙头，出海业务高增，盈利能力持续提升

公司专注于民用离心泵领域 40 年，主要产品有塑料卫浴泵、不锈钢泵和通用泵等。2017 年上市至 2021 年，公司营收规模从 9.8 亿元增至 20.6 亿元，归母净利润从 1.9 亿元增至 4.8 亿元。海外业务营收近十年、近五年复合增速在 15% 以上，占比从 2013 年的 39% 提升至 2022 年的 59%。受到疫情提前备货、超前消费的影响，2022 年公司营收及归母净利润分别下滑 28.09%、12.70%，目前库存已基本消化。

### 泵业：充分竞争、高度分散但被低估的千亿市场

泵是一种高度成熟、高 SKU、技术难度较低的产品，全球泵产品品类多达 5000 余种，其价格并不昂贵，需求具有相对刚性。

1) 千亿大市场，中国占全球一半。2024 年全球/中国水泵市场规模预计将达到 4522/2500 亿元，2014-2024 年市场规模 CAGR 分别为 5.8%/5.5%。2024 年中国离心泵市场规模预计将达到 1470 亿元人民币。泵下游应用广泛、整体市场规模较大，与整体经济发展关联度较高。

2) 泵业高度分散但集中化加快。全球及国内均有大量泵生产商，国际市场中 CR10 达 50%，而中国市场 CR10 仅为 21.2%。中国泵业具有集聚效应、规模效应明显的特点，头部集中趋势正在加快。

### 公司亮点：细分赛道“隐形冠军”，高股息优质标的

浴缸泵行业规模小但具长期稳健发展基础，产品具有高价值低价格、集成度高的特点，下游用户价格不敏感，有品牌效应的空间。根据 Modor Intelligence 和我们的测算，2024-29 年全球浴缸泵市场规模为 24.1-28.4 亿元人民币，相较泵业的千亿规模是典型的细分赛道。公司专注经营主业，国际业务占比近半，海外客户数量持续增长；公司自研水泵电机，拥有 40 余年电机制造经验，形成低成本和深度调校双重优势。公司多年高股息回报股东，近三年股息率为 5.4%/3.6%/6.0%。

**盈利预测及投资建议：**凌霄泵业长期专注于细分塑料卫浴泵赛道，占据领先地位，形成较强品牌，上市以来持续实施现金分红回报股东。根据业务拆分与盈利预测，公司 2023-2025 年营业收入预计为 14.5/16.8/19.0 亿元，归母净利润预计为 4.29/5.26/5.56 亿元，每股股利为 1.03/1.13/1.34 元。所选取的可比公司 2023 年 PE 在 11-22 倍之间，平均为 17 倍，给予凌霄泵业 18 倍 PE，目标价 21.61 元/股，相较于 2024 年 1 月 25 日收盘价有 22.2% 的上涨空间，给予“买入”评级。

**风险提示：**下游订单不及预期；原材料价格波动风险；存货减值风险；文中假设及测算具有主观性，仅供参考。

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 机械设备/通用设备 |
| 6 个月评级 | 买入（首次评级）  |
| 当前价格   | 17.68 元   |
| 目标价格   | 21.61 元   |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 357.68      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 273.03      |
| A 股总市值(百万元)   | 6,323.83    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 4,827.17    |
| 每股净资产(元)      | 5.97        |
| 资产负债率(%)      | 5.62        |
| 一年内最高/最低(元)   | 18.80/13.68 |

### 作者

**朱晔** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522080001  
zhuye@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

| 财务数据和估值       | 2021     | 2022     | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 2,062.88 | 1,483.46 | 1,451.60 | 1,679.12 | 1,899.54 |
| 增长率(%)        | 43.72    | (28.09)  | (2.15)   | 15.67    | 13.13    |
| EBITDA(百万元)   | 627.22   | 515.17   | 494.21   | 585.81   | 637.82   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 483.31   | 421.94   | 429.35   | 526.29   | 556.30   |
| 增长率(%)        | 34.81    | (12.70)  | 1.76     | 22.58    | 5.70     |
| EPS(元/股)      | 1.35     | 1.18     | 1.20     | 1.47     | 1.56     |
| 市盈率(P/E)      | 12.83    | 14.70    | 14.45    | 11.78    | 11.15    |
| 市净率(P/B)      | 2.90     | 2.81     | 2.73     | 2.63     | 2.53     |
| 市销率(P/S)      | 3.01     | 4.18     | 4.27     | 3.69     | 3.27     |
| EV/EBITDA     | 13.76    | 8.43     | 8.89     | 7.78     | 6.74     |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 1. 凌霄泵业：塑料卫浴泵龙头，海外业务高增      | 4  |
| 1.1. 发展历程：民用离心泵龙头，三大产品线布局全面 | 4  |
| 1.2. 财务数据：盈利能力持续提升，看好后续业绩恢复 | 6  |
| 2. 泵业：高度分散但集中化加速的千亿赛道       | 7  |
| 2.1. 泵——用途广泛种类多样，高 SKU 的标准品 | 7  |
| 2.2. 市场规模——稳健发展的千亿大市场       | 8  |
| 2.3. 竞争格局——高度分散但集中化进程在加快    | 10 |
| 3. 公司亮点：细分赛道“隐形冠军”，高股息优质标的  | 13 |
| 3.1. 泵业不一样的烟火，卫浴泵赛道“隐形冠军”   | 13 |
| 3.2. 潜心耕耘主业，持续高股息回报股东       | 14 |
| 4. 盈利预测与投资建议                | 15 |
| 5. 风险提示                     | 16 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：凌霄泵业股权结构图（截至 2023 年三季报）        | 4  |
| 图 2：凌霄泵业分产品收入占比结构（亿元）              | 6  |
| 图 3：凌霄泵业分产品毛利率对比                   | 6  |
| 图 4：2013-2022 年凌霄泵业分地区营收占比         | 6  |
| 图 5：2013-2022 年凌霄泵业分地区业务毛利率        | 6  |
| 图 6：凌霄泵业营业收入及增速                    | 6  |
| 图 7：凌霄泵业归母净利润及增速                   | 6  |
| 图 8：凌霄泵业毛利率、归母净利率                  | 7  |
| 图 9：凌霄泵业的期间费用率                     | 7  |
| 图 10：水泵按工作原理分类                     | 7  |
| 图 11：离心式泵结构图                       | 8  |
| 图 12：离心式泵工作原理                      | 8  |
| 图 13：泵业产业链拆分                       | 8  |
| 图 14：2017-2024E 全球水泵市场规模           | 9  |
| 图 15：2017-2024E 中国水泵市场规模           | 9  |
| 图 16：全球与中国水泵市场规模及增速对比              | 9  |
| 图 17：2020-2024 年中国离心泵市场规模预测        | 9  |
| 图 18：中国泵及真空设备制造业发展与整体经济关联度较高       | 10 |
| 图 19：通用设备各版块市场集中度对比                | 10 |
| 图 20：中国和全球泵市场 CR10 对比              | 11 |
| 图 21：2021 年中国泵业收入前十企业及市占率          | 11 |
| 图 22：中国上市泵业企业单位直接人工成本产生的收入对比       | 12 |
| 图 23：2016-2020 年中国泵业规模以上企业主营业务收入情况 | 12 |

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 24：中国泵业规模以上和前十名企业平均规模对比..... | 12 |
| 图 25：“隐形冠军”商业模式特征.....         | 13 |
| 表 1：凌霄泵业的发展历程.....             | 4  |
| 表 2：凌霄泵业产品梳理.....              | 5  |
| 表 3：国际泵市场主要企业.....             | 10 |
| 表 4：中国泵业主要竞争者及上市企业.....        | 11 |
| 表 5：水疗按摩缸组成部分配件供应商.....        | 14 |
| 表 6：泵业并不是一门受到关注的生意.....        | 14 |
| 表 7：凌霄泵业 2017-2022 年分红情况.....  | 15 |
| 表 8：凌霄泵业盈利预测.....              | 15 |
| 表 9：可比公司估值情况.....              | 16 |

## 1. 凌霄泵业：塑料卫浴泵龙头，海外业务高增

### 1.1. 发展历程：民用离心泵龙头，机电技术+产品线优势全面

广东省凌霄泵业股份有限公司主要生产不锈钢泵、康体娱乐泵、清水泵、潜水泵、管道泵、电机等系列产品，是国内小型民用电泵和工业配套电泵生产规模大型制造商。公司拥有 40 多年的电泵制造经验，掌握产品核心技术，已成为世界按摩浴缸泵、spa 泵领域大型制造商。

**身具公有制基因，心含机电一体技术。**公司前身阳春电机厂成立于 1977 年，为全民所有制企业，起家于三相电机、水机配件、家用电扇等产品。80 年代初在承包责任制浪潮下，公司基于在动机领域的优势转产电机水泵一体化系列产品。阳春电机厂于 1993 年改制成为广东阳春凌霄（集团）股份有限公司，1997 年重新规范完成后，企业转为民营企业，产值约 1 亿元，机电股份承接电机水泵一体化系列产品业务线。2001 年更名为广东凌霄泵业股份有限公司。2005 年后，公司重点发展浴缸泵、不锈钢泵产品，年产值突破 2 亿元，2008 年年产值近 5 亿元。2017 年，公司在深交所中小板挂牌上市，净募集 5 亿元人民币投向不锈钢泵、塑料卫浴泵和清水泵扩建等项目。

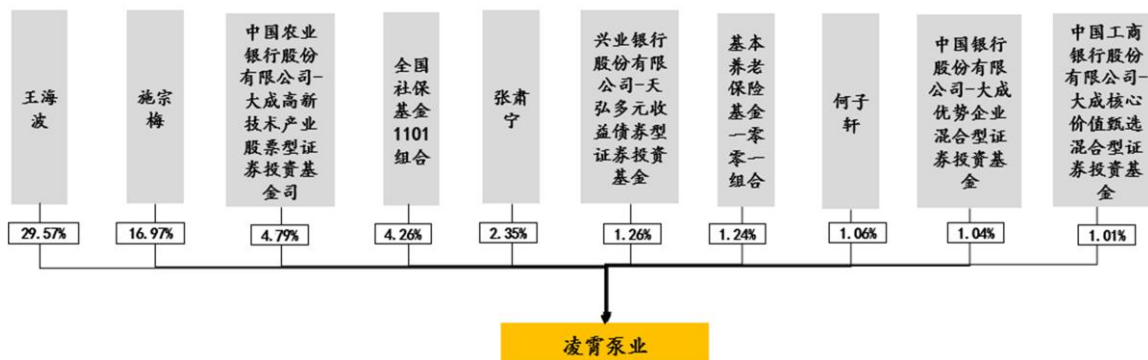
表 1：凌霄泵业的发展历程

| 时间   | 简介                         |
|------|----------------------------|
| 1977 | 公司前身阳春电机厂成立，从事三相电机及家用电扇等业务 |
| 1985 | 转产电机水泵一体化系列产品              |
| 1993 | 改制成立广东阳春凌霄（集团）股份有限公司       |
| 1997 | 转为民营企业，产值约 1 亿元            |
| 2001 | 更名广东凌霄泵业股份有限公司             |
| 2005 | 重点发展浴缸泵，不锈钢泵等产品，年产值突破 2 亿元 |
| 2008 | 年产值近 5 亿元。                 |
| 2017 | 成功登陆深交所中小板                 |

资料来源：凌霄泵业官网、公告，Wind，天风证券研究所

**股权结构简单，夫妻二人控股。**截至 2024 年三季报，王海波作为第一大股东拥有凌霄泵业 29.57% 的股份，其配偶施宗梅持有凌霄泵业 16.97% 的股份，合计持有公司 43.54% 的股份，为公司实际控制人。前十大股东中包括机构投资者大成基金、天弘基金、养老保险基金。

图 1：凌霄泵业股权结构图（截至 2023 年三季报）



资料来源：凌霄泵业公告，Wind，天风证券研究所

公司产品主要分为塑料卫浴泵、不锈钢泵和通用泵三类：

- 1) **塑料卫浴系列**：包括浴缸泵、SPA 泵、泳池泵等产品，**公司是我国最大的水上康体及卫浴泵供应商之一**。根据公司招股书，浴缸及 SPA 泵是公司塑料卫浴泵的主要产品，2014-2016 年占总营收的比重均在 80% 以上；
- 2) **不锈钢泵**：产品主要包括卧式单级、卧式多级、立式多级不锈钢泵，主要运用于管道供水、工业用水、空调系统、净水设备、养殖业。随着卫生安全等国民意识的提高，不锈钢材质在民用离心泵领域应用更加广泛；
- 3) **通用泵设备**：包括潜水泵、清水泵、管道泵等，其中清水泵为通用泵中最主要的产品。

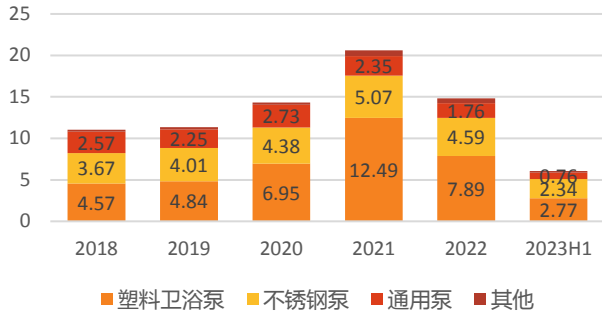
表 2：凌霄泵业产品梳理

| 塑料卫浴泵   |   |   |   |   |   |
|---|---|---|---|---|---|
|    |    |    |     |    |   |
| 浴缸泵   | SPA 泵   | 泳池泵   | 化工泵   | 海水泵   |   |
| 应用场景：按摩浴缸、SPA 浴缸、泳池、沙缸过滤、天然温泉、玻璃清洗设备、水上世界、海水养殖                                      |   |   |   |   |   |
| 不锈钢泵  |   |   |   |   |   |
|  |  |   |  |   |   |
| 不锈钢单级泵  | 不锈钢卧式多级泵  |   | 不锈钢立式多级泵  |   |   |
| 应用场景：印染设备、高楼变频供水、数控机床、商用空调、空气能配套、太阳能/风能发电、净水设备、养殖业、矿泉水冲洗/灌装                         |   |   |   |   |   |
| 通用泵   |   |   |   |   |   |
|  |  |  |    |  |  |
| 清水泵   | 清潜泵   | 管道泵   | 潜污泵   | 消防泵   | 深井泵   |
| 应用场景：农田给排水、景观鱼池水循环、景观喷泉、空气能热水循环与增压、地下室排水排污、污水处理、防洪排涝、建筑工程、消防泵房、鱼塘给排水                |   |   |   |   |   |

资料来源：凌霄泵业公告，天风证券研究所

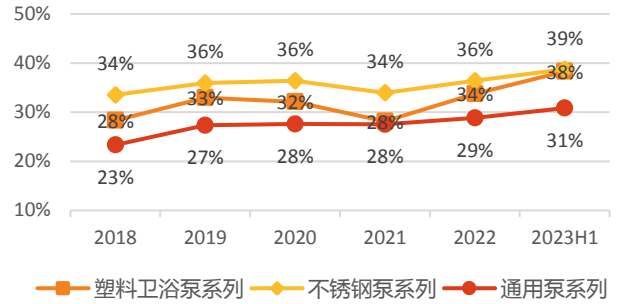
**塑料卫浴泵快速增长，盈利能力持续提升。**公司业务中塑料卫浴泵收入通常占比在 40%-50% 之间，2020、2021 年塑料卫浴泵产品快速放量，但毛利率有所下降，2021 年以来塑料卫浴泵毛利率正在回升。公司毛利率最高的是不锈钢泵系列，2023 年上半年毛利率接近 40%，通用泵毛利率较低，通常约在 30% 以下。

图 2：凌霄泵业分产品收入占比结构（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

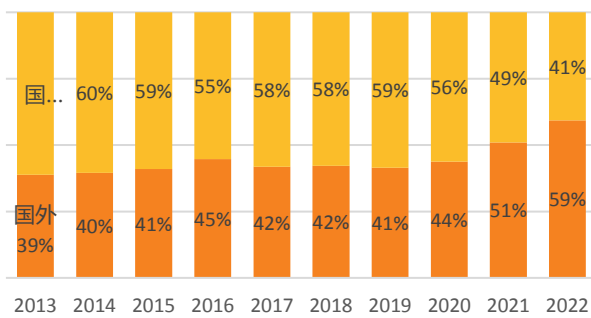
图 3：凌霄泵业分产品毛利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

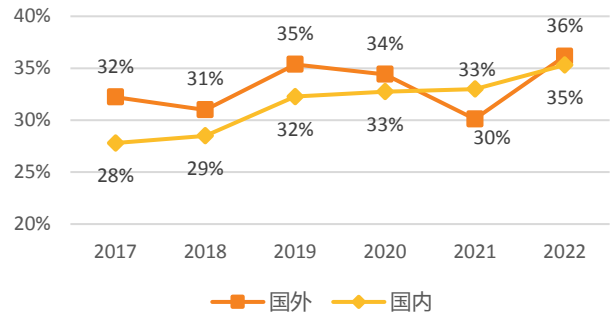
**国际竞争力提升，海外业务高增。**海外业务收入成为凌霄泵业业绩的重要驱动因素，2013-2022、2018-2022 年公司海外营收复合增速均在 15% 以上，占公司营收的比重从 2013 年的 39% 提升至 2022 年的 59%。公司海外业务毛利率除 2021 年外均高于国内业务。

图 4：2013-2022 年凌霄泵业分地区营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2013-2022 年凌霄泵业分地区业务毛利率

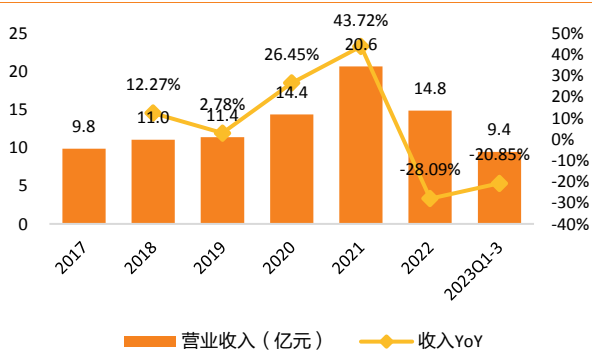


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 财务数据：盈利能力持续提升，看好后续业绩恢复

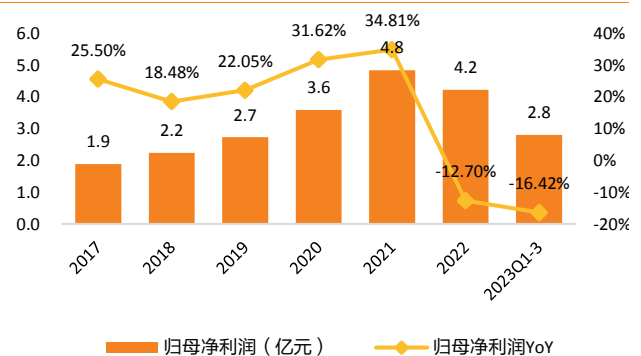
**近年来公司业绩下行，看好后续业绩修复。**2017-2021 年，凌霄泵业的营业收入和归母净利润分别从 9.8、1.9 亿元增长至 20.6、4.8 亿元。2022 年营业收入和归母净利润大幅度下滑，营收同比减少 28.1%、归母净利润减少 12.7%，2023 年来渠道库存基本消化。

图 6：凌霄泵业营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

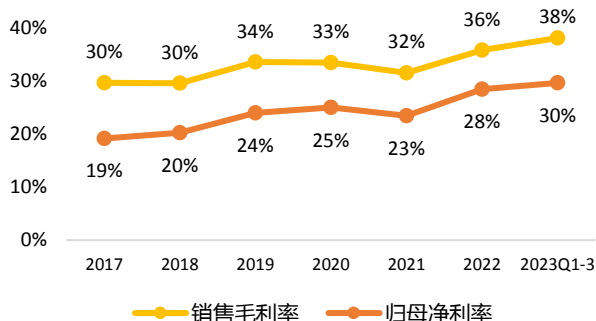
图 7：凌霄泵业归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

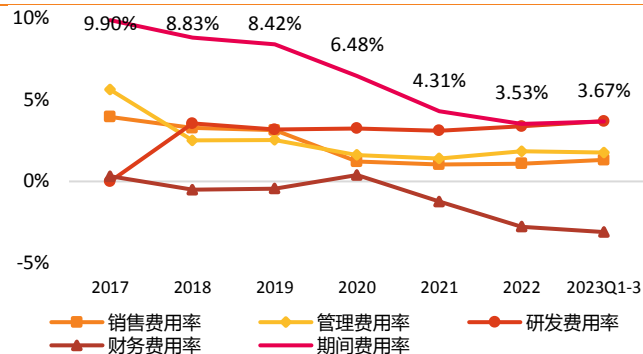
**盈利能力持续提升，费用率快速下降。**2017-2022 年，公司的销售毛利率和归母净利率总体走势向上，分别由 2017 年的 30%、19%提升至 2023 上半年的 38%、30%。公司 2017 年至 2023 年上半年期间费用率从 9.9%快速下降至 3.67%，除去财务费用的影响，2023 年前三季度凌霄泵业期间费用率为 6.78%。公司研发费用率连续多年保持在 3% 以上。

图 8：凌霄泵业毛利率、归母净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：凌霄泵业的期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

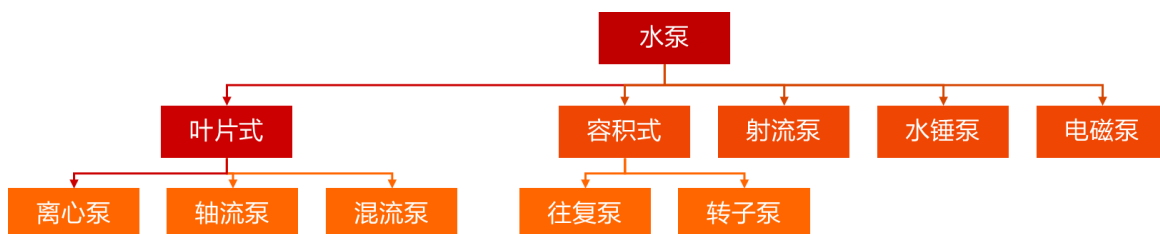
## 2. 泵业：高度分散但集中化加速的千亿赛道

### 2.1. 泵——用途广泛种类多样，高 SKU 的标准品

泵是将原动机的机械能转换为流经其内部液体的动能和势能，以实现液体输送或增压的机械，广泛应用于农业、化工、矿业和冶金、电力、国防军工、市政等多个行业。泵种类繁多，通常可按工作原理分为叶片式、容积式及其他类型泵。

- 叶片式依靠快速旋转的叶轮作用力，将机械能传递给液体，使其动能和压力增加以实现液体的输送，包括离心泵、轴流泵和混流泵。离心泵是最常见的叶片式泵。
- 容积式泵依靠工作元件在泵缸内作往复或回转运动，使泵缸工作容积交替地增大和缩小，以实现液体的吸入和排出，包括活塞泵、齿轮泵、螺杆泵。
- 其他类型的泵包括射流泵、水锤泵、电磁泵。

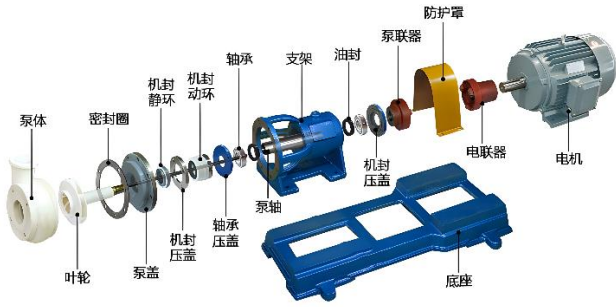
图 10：水泵按工作原理分类



资料来源：青蛙泵业、泰福泵业公告，天风证券研究所

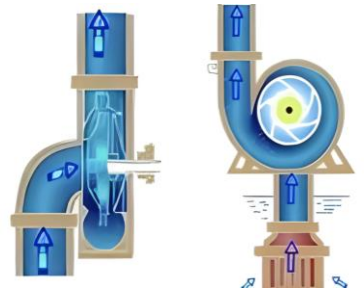
离心泵主要由泵体、泵座、电机等部分组成；泵体由进水段、导流壳、逆止阀、泵轴和叶轮等零部件组成。工作时，电机驱动泵的叶轮旋转使叶轮进口处形成真空并将水吸入，水在叶轮叶片的作用下产生离心力从而获得速度能和压力能；具有一定能量的水通过导流壳，进入下一级叶轮，随着泵级数的增加，压力不断递增。

图 11：离心式泵结构图



资料来源：腾龙泵阀网站，天风证券研究所

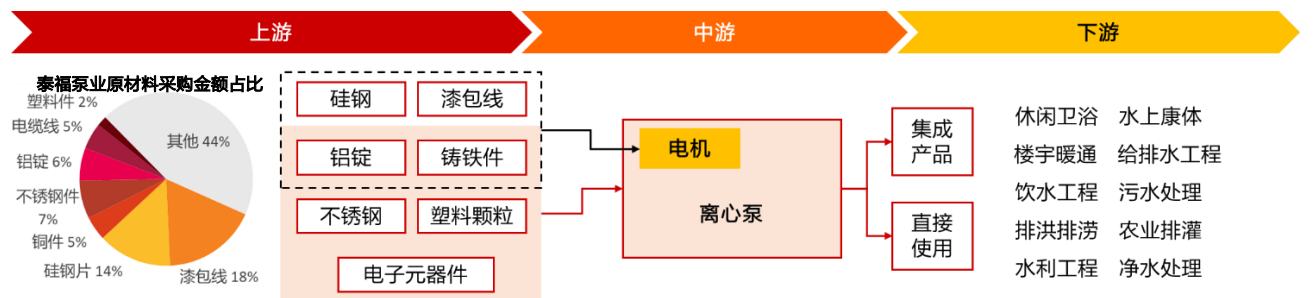
图 12：离心式泵工作原理



资料来源：泰福泵业公告，天风证券研究所

离心泵原材料主要是漆包线、硅钢片、铸铁件、塑料、电子元器件等较为标准化的产品。民用离心泵下游可以为配套客户和终端客户。配套客户通常将离心泵集成于自身产品如按摩浴缸、净水设备、空调、冷水机等；终端用户则直接将离心泵用于灌溉、供水、清洗等。水泵应用广泛，且价格并不昂贵，需求具有相对刚性，无明显的周期性。

图 13：泵业产业链拆分



注：泰福泵业原材料采购金额占比数据为 2019-2022H1 的均值。

资料来源：凌霄泵业、泰福泵业公告，天风证券研究所

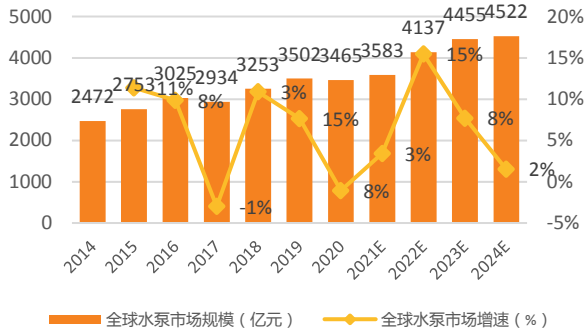
从产品特征来看，泵是一种高度成熟、高 SKU、技术难度较低的产品。全球泵产品品类多达 5000 余种。国内多数小型水泵企业大量依靠人工、购买外购零部件组装，技术含量较低、同质化较为严重，企业规模较小，持续供货能力和全系列产品覆盖能力较差。

## 2.2. 市场规模——稳健发展的千亿大市场

水泵是一个空间广阔的市场。根据 Zion Market Research、P&S Market Research 的数据，以及我们的测算，全球水泵市场规模预计由 2014 年的 404 亿美元（2472 亿元人民币）增长至 2024 年的 665 亿美元（按 6.9 计算，4522 亿元人民币），年复合增速为 5.8%。中国水泵市场规模约占全球的一半，也是一个千亿级别的大市场，我们预计将由 2014 年的 1422 亿元增至 2024 年的 2500 亿元，年复合增速为 5.5%，占全球市场规模的比重将由 2014 年的 58% 略微下降至 55%。

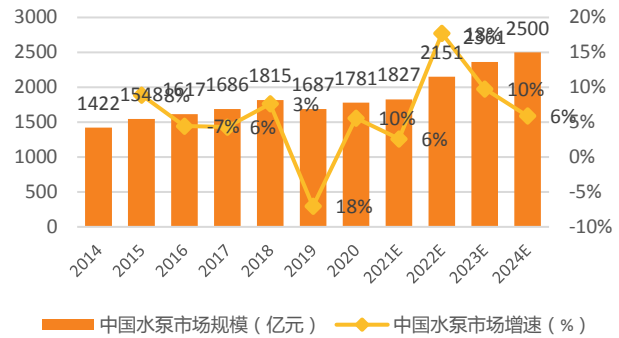


图 14: 2017-2024E 全球水泵市场规模



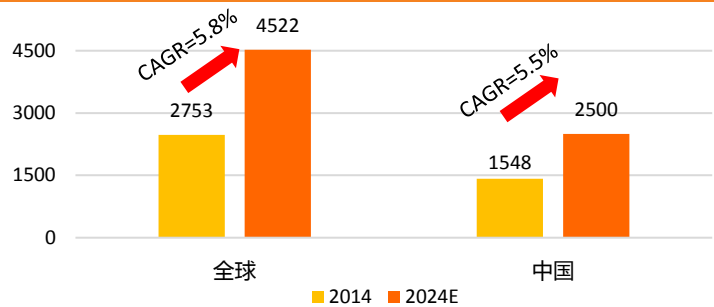
资料来源: Zion Market Research, P&S Market Research, 泰福泵业公告, 天风证券研究所

图 15: 2017-2024E 中国水泵市场规模



资料来源: Zion Market Research, P&S Market Research, 泰福泵业公告, 天风证券研究所

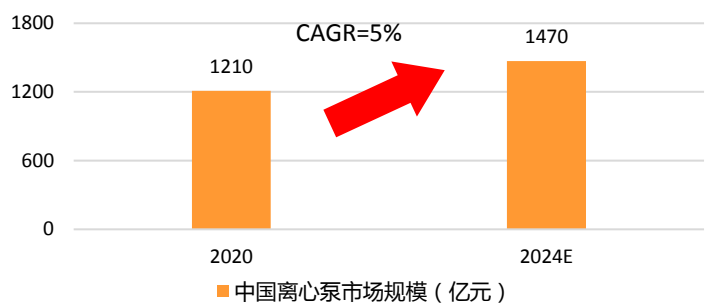
图 16: 全球与中国水泵市场规模及增速对比



资料来源: Zion Market Research, P&S Market Research, 泰福泵业公告, 天风证券研究所

根据 QYResearch 《2021-2027 全球与中国离心泵市场现状及未来发展趋势》报告, 2020 年全球离心泵市场规模约为 2016 亿元人民币, 中国离心泵约占全球水泵市场规模的 60%, 2020 年中国离心泵市场规模约为 1210 亿元。根据 HIS 数据, 2016 年到 2021 年, 中国离心泵市场规模年复合增长率为 5%, 我们假设 2020-2024 年仍保持 5% 的年复合增长率, 2024 年中国离心泵市场规模将达到约 1470 亿元, 约为整体泵业的一半。

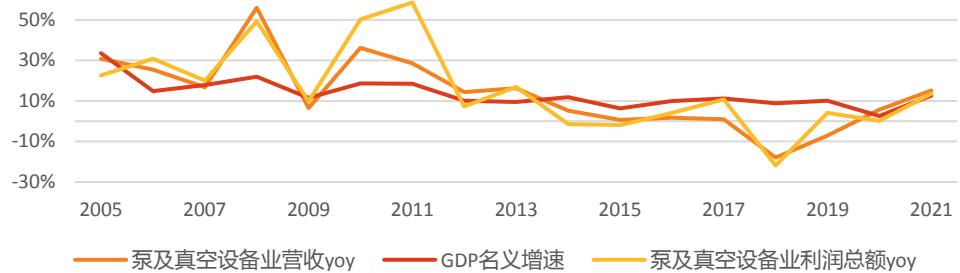
图 17: 2020-2024 年中国离心泵市场规模预测



资料来源: QYResearch, HIS, 瑞晨环保公告, 天风证券研究所

泵下游应用广泛、整体市场规模较大, 与整体经济发展关联度较高。随着我国经济发展速度逐渐放缓, 我国泵及真空设备制造业规模以上企业主营业务收入及利润总额亦逐渐放缓, 近年来基本在 GDP 增速及以下水平。2018 年以来, 中美贸易摩擦导致关税高企, 我国泵业企业出口受到一定影响。

图 18：中国泵及真空设备制造业发展与整体经济关联度较高



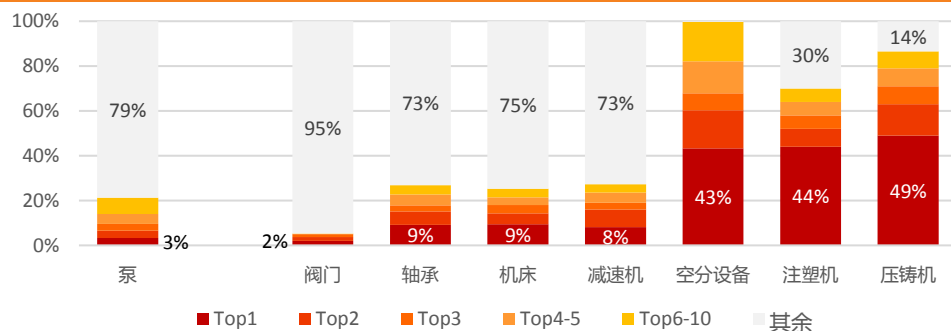
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3. 竞争格局——高度分散但集中化进程在加快

#### 泵业是一个高度分散、头部相对集中的市场

泵行业是一个高度分散的市场。对比通用设备各版块，泵市场集中度与轴承、机床等行业相当，据我们测算，前十名企业市场份额大致在 20%-30% 之间。我们认为，泵与阀门、轴承、机床等通用设备类似，技术较为成熟、市场需求大、原料标准化程度高，能够为大量中小企业提供生存土壤。

图 19：通用设备各版块市场集中度对比



注：阀门行业为 2022 年数据，泵、轴承、机床、注塑机为 21 年数据，空分设备、压铸机为 20 年数据，减速机为 19 年数据。市场份额数据不足 10 名的按最小市场份额的一半计算，仅供参考。

资料来源：各公司公告，江苏大学流体机械工程技术研究中心，前瞻产业研究院，华经产业研究院，《气体分离设备行业统计年报》，国家统计局等，天风证券研究所

从全球泵业竞争格局来看，市场上约有近万家泵生产企业，市场竞争激烈。目前全球泵企业主要集中于美国、德国、中国、日本。国际知名企业创办时间较早、掌握核心技术、占据主要份额，不乏日本荏原一类理论先行者。据 McIlvaine 公司《泵业市场资讯》，世界 Top10 泵业公司销售额约占全世界总量的 50%。近年来跨国泵企业不断加大全球收购和扩张力度，全球泵业集中度不断提升。

表 3：国际泵市场主要企业

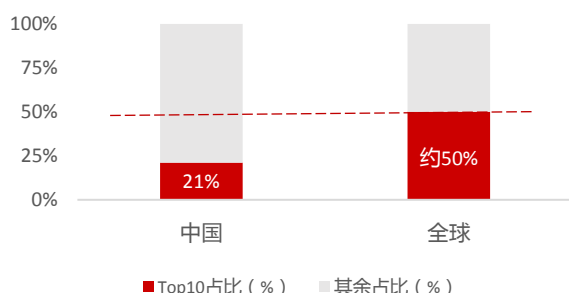
| 公司               | 介绍  | 2021 年中国市场占有率 |
|------------------|---|---------------|
| 丹麦格兰富 (Grundfos) | 成立于 1945 年，全球泵业领导者之一，1952 年开始生产离心泵，主要产品为空调循环泵，用于工业、供水及污水处理的离心泵和计量泵。1994 年进入中国。2020 年营收 263 亿丹麦克朗。                         | 2.1%          |
| 德国威乐 (Wilo)      | 成立于 1872 年，1928 年生产了全球第一台暖通循环增压泵，产品主要应用于供热、制冷、空调、供水和污水处理等领域。1995 年进入中国，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 14.5 亿欧元。 | 0.9%          |

| 公司                      | 介绍   | 2021年中国市场占有率 |
|-------------------------|--|--------------|
| 意大利佩德罗 (Pedrollos.P.a.) | 成立于 1974 年，主要产品包括涡流泵、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。         | —            |
| 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。                     | 3.3%         |
| 美国赛莱默 (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。                                     | 1.5%         |
| 德国凯士比 (KSB)             | 世界著名的现代化的制造泵和阀门的大公司，业务领域包括建磊服务、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。                         | 0.7%         |

资料来源：华经产业研究院公众号，江苏大学流体机械工程技术研究中心，天风证券研究所

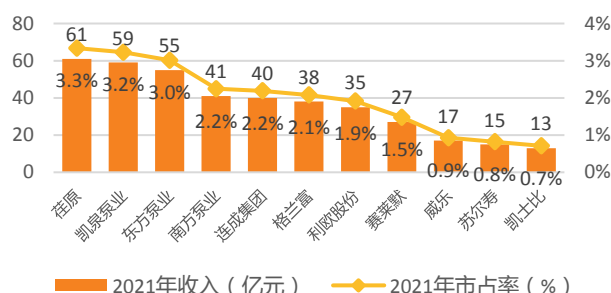
从我国竞争格局上来看，我国泵生产企业数量达 6000 多家，大部分企业生产规模小、经营粗放、技术水平低、工艺和装备落后。据我们测算，2021 年中国泵业收入 Top10 共占有全国 21.2% 的市场份额，远远低于国际市场水平，收入规模占比前五的企业分别是荏原、凯泉、东方、南方、连成，分别占比 3.3%、3.2%、3.0%、2.2%、2.2%。中国本土泵业企业主要有凯泉泵业、东方泵业、中金环境（原南方泵业）、利欧股份、大元泵业及凌霄泵业。

图 20：中国和全球泵市场 CR10 对比



资料来源：McIlvaine《泵业市场资讯》，江苏大学流体机械工程技术研究中心，天风证券研究所

图 21：2021 年中国泵业收入前十企业及市占率



资料来源：江苏大学流体机械工程技术研究中心，天风证券研究所

表 4：中国泵业主要竞争者及上市企业

| 公司名称             | 简介   | 2022 年 |      |     |      |
|------------------|--|--------|------|-----|------|
|                  |  | 营收     | 其中：泵 | 占比  | 市占率  |
| 凯泉泵业             | 成立于 1995 年，总资产达 62 亿元，集团现有 6000 余人，主要产品为钢铁能源、暖通空调、给水排水、食品药品、石油化工、电力等领域泵。                           | —      | —    | —   | —    |
| 东方泵业             | 1985 年成立，目前资产逾 20 亿，员工 3000 多人。主要产品为泵、电机、阀门、铸造、无负压、成套设备、控制系统等。                                     | —      | —    | —   | —    |
| 中金环境 (300145.SZ) | 1991 年成立，2010 年挂牌上市，后更名中金环境并于 2018 年被无锡市政府收购。致力于成为全球节能泵领军者，朝“百亿南泵”目标前进。                            | 52.6   | 36.8 | 70% | 1.7% |
| 利欧股份 (002131.SZ) | 前身为 1995 年成立的温岭市新科水泵研究所，2001 年公司成立，2007 年上市，原业务为机械制造，主要产品有旋涡泵、离心泵等；2014 年起通过不断入股、设立文化传播公司转型数字营销业务。 | 202.7  | 32.0 | 16% | 1.5% |
| 大元泵业 (603757.SH) | 成立于 1998 年，2017 年上市，主要产品为热水/化工/制冷屏蔽泵、潜水电泵、陆上泵等。  | 16.8   | 16.0 | 95% | 0.7% |
| 凌霄泵业 (002884.SZ) | 成立于 1993 年，2017 年上市，主要从事民用离心泵业务，主要产品为塑料卫浴泵、不锈钢泵和通用泵。   | 14.8   | 14.2 | 96% | 0.7% |
| 汉宇集团 (300403.SZ) | 2002 年成立，2014 年挂牌上市，主营高效节能家用电器排水泵产品，客户包括通用家电、三星、美的、海尔等知名品牌。  | 10.6   | 8.8  | 83% | 0.4% |
| 泰福泵业 (300992.SZ) | 创立于 1982 年，2021 年上市，目前有 8 大类 2000 多个型号水泵产品，涵盖陆上泵、潜水泵等，其中太阳能泵市场具领先地位。                               | 5.5    | 5.3  | 96% | 0.2% |

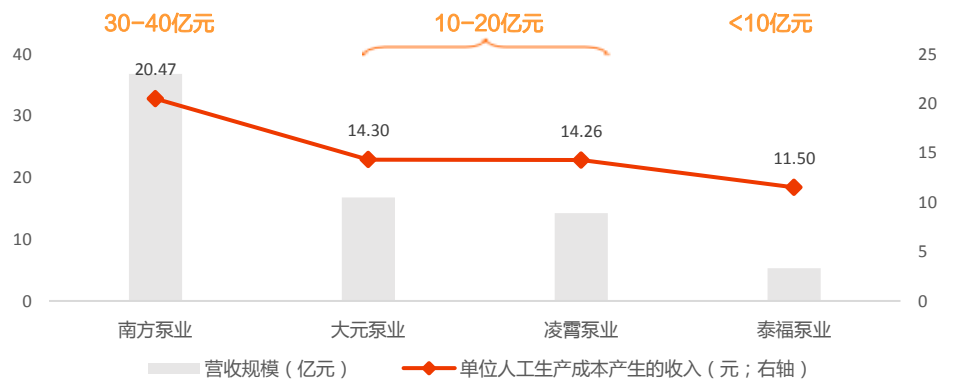
注：营收单位为亿元人民币。2022 年市占率根据前文测算的市场规模计算，仅供参考。

资料来源：各公司官网、公告，天风证券研究所

### 中国泵业头部集中趋势正在加快

- 中国泵业集聚效应明显。**虽然当前国内泵业企业头部集中的程度远低于国际水平，但出现了较强的地域性集聚。我国水泵制造厂商主要分布在华东、华中、华北地区，华东尤其以浙江省温岭市最为集中。泵为温岭市第一主导企业，泵与电机产业产值超 650 亿元、企业超 3000 家，在小型潜水泵、井用潜水泵、循环泵等产品领域占约 60% 以上市场份额，利欧、新界、大元、东音均为当地泵业品牌。
- 泵业企业规模效应明显。**单位直接人工投入对应的收入能够反映生产制造的效率，我们对南方、大元、凌霄、泰福 2022 年泵相关业务的成本/收入进行分析，发现国内上市泵业公司生产效率与规模相关关系较为明显。业务规模 30 亿以上的南方泵业单位直接人工投入能够产生 20 元的收入；规模类似的大元和凌霄泵业单位人工投入能够产生 14 元左右的收入；而规模较小的泰福泵业则仅能产生 11.5 元的收入。因此我们认为，泵业企业有较大扩大规模、提升利润的动力。

图 22：中国上市泵业企业单位直接人工成本产生的收入对比

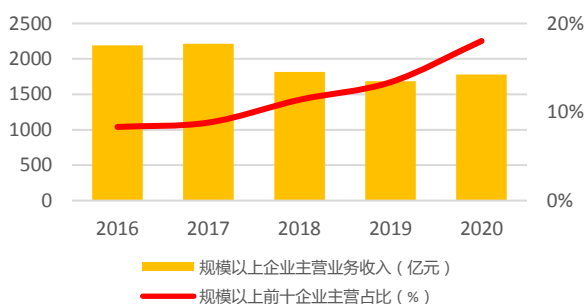


注：根据披露情况的不同，南方泵业、凌霄泵业、泰福泵业为 2022 年度数据，大元泵业为 2022H1 数据。

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

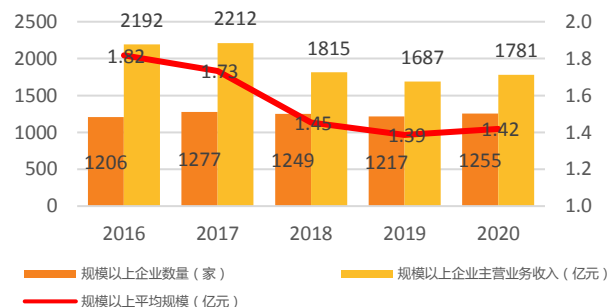
- 中国泵业头部集中趋势加快。**2016-2020 年，中国泵业前十名企业营收市场占有率由不足 10% 增加至接近 20%，集中度持续升高。而 2016 年至 2020 年，中国泵业规模以上企业平均规模由 1.82 亿元减少至 1.42 亿元。我们认为，随着中国宏观经济和泵行业规模发展放缓，头部企业整合集中的趋势有望进一步增强。

图 23：2016-2020 年中国泵业规模以上企业主营业务收入情况



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

图 24：中国泵业规模以上和前十名企业平均规模对比



资料来源：河北恒盛泵业公众号，大元泵业公告，华经产业研究院，中商情报网，天风证券研究所

### 3. 公司亮点：细分赛道“隐形冠军”，高股息优质标的

#### 3.1. 泵业不一样的烟火，卫浴泵赛道“隐形冠军”

所谓“隐形冠军”，指的是在某一个细分领域具有全球性/区域性市场领袖地位，但不易被外界所知的中小企业。此类企业往往有深护城河，能在市场中长时间保持领导地位。

图 25：“隐形冠军”商业模式特征



资料来源：IDEX 公司官网，天风证券研究所

根据相关市场数据和测算，我们认为，凌霄泵业是热水浴缸泵（即 hot tub，或水疗按摩浴缸等）赛道中的“隐形冠军”：

- **热水浴缸泵行业规模小，无法容纳多个/大型企业。**根据 Pkdata、Jacuzzi 和亚马逊的信息，2020 年单台热水浴缸平均售价为 8040 美元，热水浴缸水泵价格大多在 150-350 美元之间，按中枢 250 美元计算，大多热水浴缸有两个独立的泵，大致估计浴缸泵价值量占售价的 6.3%。根据 Modor Intelligence 的数据，2024-2029 年全球热水浴缸销售额将由 56.6 亿美元增至 66.8 亿美元，以美元/人民币汇率为 6.8 大致推算，2024-2029 年全球热水浴缸泵市场规模约为 24.1-28.4 亿元人民币。相较于全球水泵行业的千亿规模，热水浴缸泵市场是典型的细分小赛道。
- **热水浴缸泵行业能够长期存在、稳健发展。**水疗按摩浴缸是典型的高端休闲消费品，当前市场上并没有类似功能的替代品，而泵是其基础零部件。根据腾龙健康公告，2022 年美国为全球水疗浴缸最大的市场，占比达 50%以上，且住宅市场渗透率仍然较低。我们认为，随着其他地区收入水平和对生活质量需求的提升，水疗浴缸市场具备长期增长基础。
- **热水浴缸泵品牌效应强：高价值&低价格、集成度高、价格不敏感。**1) **浴缸集成商：**按摩浴缸好坏的关键在于泵的好坏，但泵的价格仅占按摩浴缸总价格的 6.3%，而泳池/大浴缸通常处于温差大、湿度差大、暴晒、浸水的使用条件下，产品质量要求较高。2) **终端消费者：**按摩浴缸面对高端消费群体且直接与皮肤接触，用户对品质、安全性、环保性要求高，对配件损坏带来的低消费体验容忍度较小，亦对价格不敏感。3) **具备品牌效应：**泵是零件多、结构复杂、集成度高的机械设备，我们认为其电机控制、组装间隙等依赖于长期积累的工艺经验，且性能需要通过长时间使用才能得到验证，因此集成商/终端购买前的品牌效应较强，产品具溢价空间。
- **凌霄泵业市占率领先，牢踞一方山头：**根据凌霄泵业招股书，2014 年全球按摩浴缸销售金额约为 10.86 亿美元，以前文浴缸泵价值占比约为 6.3%计算，对应的浴缸泵市场规模约为 4.14 亿元人民币；公司 2014 年度浴缸泵销售收入为 2.61 亿元，约占全球浴缸泵市场的 63%。水疗按摩缸配件商腾龙健康招股说明书中在全球水疗按摩缸水泵领域仅列示了凌霄泵业一家企业。

表 5：水疗按摩缸组成部分配件供应商

| 配件部分      | 产品名称          | 竞争/合作厂商                     |
|-----------|---------------|-----------------------------|
| 缸体        | 亚克力板          | Lucite, Aristech、Plaskolite |
| 按摩产品      | 按摩喷嘴          | CMP、Waterway、腾龙健康           |
| 水循环/过滤配件  | 管件、阀门、过滤筒、撇渣器 | CMP、Waterway、腾龙健康           |
| 水消毒配件     | 氯发生器、过滤筒      | 腾龙健康、Unicel                 |
| 灯光产品      | 浴缸灯           | SloanLED、J&J、Gecko、腾龙健康     |
| 电控产品、温控产品 | 中央控制器         | Gecko、Balboa                |
| 水推进产品     | 水泵            | 凌霄泵业                        |
| 附件产品      | 浴缸盖/罩         | 腾龙健康                        |

资料来源：腾龙健康公告，天风证券研究所

### 3.2. 潜心耕耘主业，持续高股息回报股东

#### 专注、国际化、创新是“隐形冠军”三大支柱，公司具备优秀基因

- **踏实经营主业，打造细分领域一流企业。**我们认为，泵业本身并不算亮点很大、市场普遍看好的业务，头部泵业公司上市数量少，而规模较大的几家上市公司均寻求转型发展的机会。凌霄泵业则持续专注于热水浴缸泵细分赛道，水泵产品持续占公司总营收的 95% 以上。凌霄泵业公告显示，公司将努力在细分市场领域成为国际上一流泵产品制造商，规划未来五年将民用离心泵产能提升至 800 万套（2021/22 年产量分别为 463/248 万台）。

表 6：泵业并不是一门受到关注的生意

| 公司   | 业务发展情况   |
|------|--|
| 凯泉泵业 | 2021 年中国本土泵企业收入第一名，未上市。  |
| 东方泵业 | 2021 年中国本土泵企业收入第二名，未上市。  |
| 南方泵业 | 2021 年中国本土泵企业收入第三名，2010 年上市，2015 年向环保产业转型，2018 年引入无锡市政集团，公司原实控人持有的股份从 2018 年的 25% 以上降至约 7.88%（2023 年三季报）。近年来环保业务竞争激烈，2023 年上半年公司环保业务大幅亏损，营收收缩一半以上。2022 年泵业务占总营收 70%。 |
| 连成集团 | 2021 年中国本土泵企业收入第四名，未上市。  |
| 利欧股份 | 2021 年中国本土泵企业收入第五名，2007 年上市，2014 年开始不断入股、设立文化传播领域公司，打造数字营销传播集团。2022 年公司泵业务仅占总营收的 16%。  |
| 新界泵业 | 2010 年上市，后由于主营业务发展增长乏力，2020 年通过资产重组变更为天山铝业。  |
| 东音股份 | 2016 年上市，2020 年通过重大资产重组变更为罗欣药业。  |

注：排名来自于江苏大学流体机械工程技术研究中心网站。

资料来源：相关公司公告，制药网公众号等，天风证券研究所

- **海外业务为公司基石，客户数量持续增长。**单个国家的细分赛道整体空间有限，但“隐形冠军”往往具有国际领先的竞争实力，国际化通常是其发展的重要方向。

水疗浴缸主要集中于欧美市场，海外市场自始就是凌霄泵业的基石，海外地区收入自 2012 年以来基本在 40% 以上，2021/22/23H1 海外地区收入占比为 51%/59%/51%。根据公司调研，卫浴泵产品大部分都是出口，国内销售的泵配套后基本也是出口销售；近年来公司海外销售略有下降，公司海外客户数量是增长的，只是市场较为疲软、订单量相对减少。我们认为，疫情期间，下游客户的提前备货、超前消费等导致公司业绩快速增长后承压下降，而随着下游客户数量的增加、渠道库存的消化，后续营收有望重回稳健发展的轨道。

- **自研水泵电机，形成成本&调校双重优势。**民用离心泵整泵中的如降噪、能耗、安全等性能的改良需要通过配套电机设计才能提升。凌霄泵业前身为阳春县电机厂，成立时以三相电机、风扇、水机配件为主要产品，1985 年基于自身动机的技术优势转产电机水泵一体化产品，迄今在电机领域已有 40 余年的经验积累，形成了高效低噪低振动电机的设计技术等的核心技术。我们认为，自研的水泵电机产品能够形成低成本和深度调校的双重优势。

### 多年高现金分红，持续回报股东

凌霄泵业上市以来连续六年实施现金分红，上市以来累计现金分红 15.41 亿元，分红率达 69.16%，近三年累计现金分红达 10.46 亿元。2020/21/22 年公司每股分别发放股利 1.3/1/1 元，股利支付率分别为 92.10%/74.01%/84.77%，股息率分别为 5.4%/3.6%/6.0%。

表 7：凌霄泵业 2017-2022 年分红情况

| 年度         | 归母净利润(万元) | 期末未分配利润(万元) | 现金分红总额(万元) | 股利支付率(%) | 每股股利(元) | 股息率(%) |
|------------|-----------|-------------|------------|----------|---------|--------|
| 2022/12/31 | 42,193.83 | 86,487.38   | 35,768.25  | 84.77%   | 1.0     | 6.02%  |
| 2021/12/31 | 48,330.82 | 84,277.16   | 35,768.25  | 74.01%   | 1.0     | 3.58%  |
| 2020/12/31 | 35,851.71 | 73,799.45   | 33,019.79  | 92.10%   | 1.3     | 5.44%  |
| 2019/12/31 | 27,238.25 | 66,777.20   | 25,245.70  | 92.68%   | 1.0     | 6.62%  |
| 2018/12/31 | 22,317.15 | 59,853.15   | 18,064.39  | 80.94%   | 1.5     | 7.24%  |
| 2017/12/31 | 18,836.59 | 45,964.16   | 6,197.60   | 32.9%    | 0.8     | 1.51%  |

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

我们预测凌霄泵业 2023-2025 年营业总收入为 14.5/16.8/19.0 亿元，毛利率为 34.4%/35.4%/34.9%。主要假设和具体测算过程如下：

- 海外客户因多种原因于 2021-2022 年上半年大量备货，目前客户库存基本消化，订单有回暖趋势，我们认为后续有望进入新一轮补库周期，假设塑料卫浴泵业务 2023-2025 年增速分别为 -15%/20%/15%；
- 不锈钢泵对传统泵有一定替代关系，在离心泵中渗透率快速提升，公司不锈钢泵业务收入 2014-2021 年复合增长率为 15%、2014-2022 年复合增长率为 12%，假设公司 2023-2025 年不锈钢泵收入增速分别为 15%/14%/13%；
- 通用泵是以铸铁为泵体主要材质的民用离心泵，应用于对介质卫生条件较低的民用、农用、水利领域，我们认为技术难度较低，由于国内泵业头部集中化趋势快速增加，假设营收增速与中国离心泵市场规模发展速度相当，年增速为 5%。

表 8：凌霄泵业盈利预测

| 项目           | 2020  | 2021  | 2022   | 2023E  | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| <b>营业总收入</b> |       |       |        |        |       |       |
| 总营收 (亿元)     | 14.4  | 20.6  | 14.8   | 14.5   | 16.8  | 19.0  |
| 收入 YoY (%)   |       | 43.7% | -28.1% | -2.2%  | 15.7% | 13.1% |
| 毛利润 (亿元)     | 4.8   | 6.5   | 5.3    | 5.0    | 5.9   | 6.6   |
| 毛利率 (%)      | 33.5% | 31.5% | 35.8%  | 34.4%  | 35.4% | 35.0% |
| <b>塑料卫浴泵</b> |       |       |        |        |       |       |
| 收入 (亿元)      | 7.0   | 12.5  | 7.9    | 6.7    | 8.0   | 9.3   |
| 收入 YoY (%)   |       | 79.7% | -36.8% | -15.0% | 20.0% | 15.0% |

| 项目          | 2020  | 2021    | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|---------|--------|-------|-------|-------|
| 毛利润 (亿元)    | 2.2   | 3.5     | 2.7    | 2.1   | 2.7   | 3.0   |
| 毛利率 (%)     | 32.1% | 28.1%   | 33.8%  | 31.0% | 33.0% | 32.0% |
| <b>不锈钢泵</b> |       |         |        |       |       |       |
| 收入 (亿元)     | 4.4   | 5.1     | 4.6    | 5.3   | 6.0   | 6.8   |
| 收入 YoY (%)  |       | 15.6%   | -9.4%  | 15.0% | 14.0% | 13.0% |
| 毛利润 (亿元)    | 1.6   | 1.7     | 1.7    | 1.8   | 2.1   | 2.4   |
| 毛利率 (%)     | 36.4% | 33.9%   | 36.4%  | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| <b>通用泵</b>  |       |         |        |       |       |       |
| 收入 (亿元)     | 2.7   | 2.4     | 1.8    | 1.8   | 1.9   | 2.0   |
| 收入 YoY (%)  |       | -13.9%  | -25.3% | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
| 毛利润 (亿元)    | 0.8   | 0.6     | 0.5    | 0.5   | 0.6   | 0.6   |
| 毛利率 (%)     | 27.6% | 27.5%   | 28.8%  | 28.0% | 28.0% | 28.0% |
| <b>其他业务</b> |       |         |        |       |       |       |
| 收入 (亿元)     | 0.3   | 0.7     | 0.6    | 0.7   | 0.8   | 0.9   |
| 收入 YoY (%)  |       | 152.02% | -17.2% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 毛利润 (亿元)    | 0.2   | 0.6     | 0.5    | 0.6   | 0.6   | 0.7   |
| 毛利率 (%)     | 78.2% | 86.5%   | 79.3%  | 81.3% | 82.4% | 81.0% |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

选取泵业上市公司中金环境、大元泵业, 以及通用设备板块阀门制造企业纽威股份、通用减速机制造企业国茂股份作为可比公司。凌霄泵业长期专注于细分塑料卫浴泵赛道, 占据领先地位, 形成较强品牌, 上市以来持续实施现金分红回报股东。根据业务拆分与盈利预测, 公司 2023-2025 年营业收入预计为 14.5/16.8/19.0 亿元, 归母净利润预计为 4.29/5.26/5.56 亿元。所选取的可比公司 2023 年 PE 在 11-22 倍之间, 平均为 17 倍, 给予凌霄泵业 PE 为 18 倍, 目标价为 21.61 元/股, 相较于 2024 年 1 月 25 日收盘价有 22.2% 的上涨空间, 给予“买入”评级。

表 9: 可比公司估值情况

| 公司             | 2024/01/25 日总市值 | 2022-2025 年归母净利润 (亿元) |             |             |             | 2022 年股息率    | 2023-2025 年 PE |              |              |
|----------------|-----------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
|                |                 | 2022                  | 2023E       | 2024E       | 2025E       |              | 2023E          | 2024E        | 2025E        |
| 300145.SZ 中金环境 | 54              | 5.26                  | 2.41        | 3.99        | 5.92        | 0.00%        | 22.39          | 13.53        | 9.12         |
| 603757.SH 大元泵业 | 37              | 1.68                  | 3.35        | 4.19        | 5.11        | 3.16%        | 11.03          | 8.82         | 7.23         |
| 603699.SH 纽威股份 | 109             | 4.06                  | 6.72        | 8.14        | 9.62        | 2.51%        | 16.24          | 13.40        | 11.34        |
| 603915.SH 国茂股份 | 86              | 2.70                  | 4.24        | 5.42        | 6.55        | 1.55%        | 20.19          | 15.79        | 13.05        |
| <b>平均值</b>     | <b>71</b>       | <b>3.42</b>           | <b>4.18</b> | <b>5.44</b> | <b>6.80</b> | <b>1.80%</b> | <b>17.46</b>   | <b>12.88</b> | <b>10.19</b> |

注: 可比公司数据来源为 Wind 一致预期, 截至 2024 年 1 月 25 日收盘价。

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 5. 风险提示

- **下游订单不及预期。**疫情期间供应链受阻导致的渠道提前备货以及居家经济的发展对塑料卫浴形成一定超前消费, 可能会导致公司主营业务后续发展速度不及预期。
- **原材料价格波动风险。**公司生产所需的主要原材料为硅钢片、漆包线、不锈钢、塑料、铝锭、铸铁件等大宗商品, 上述六类主要原材料成本总额占营业成本的比重在 55% 左右。如果主要原材料的供求发生较大变化导致价格有异常波动, 将可能会对公司的生产经营产生不利影响。
- **存货减值风险。**公司生产规模较大、产品类型多样, 存货规模较大, 占资产总额的



比例较高。未来期间如果客户的消费偏好发生变化、泵行业材料技术得到长足进步，或新替代品出现导致原材料无法使用，或公司原常用规格型号产品滞销，则公司存货存在减值的风险。

- 文中假设及测算具有主观性，仅供参考。

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       |                 |                 |                 |                 |                 | 利润表(百万元)         |               |               |               |               |               |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2021            | 2022            | 2023E           | 2024E           | 2025E           |                  | 2021          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
| 货币资金             | 747.55          | 1,148.94        | 1,328.93        | 1,112.11        | 1,318.81        | 营业收入             | 2,062.88      | 1,483.46      | 1,451.60      | 1,679.12      | 1,899.54      |
| 应收票据及应收账款        | 208.24          | 108.51          | 88.48           | 172.70          | 139.78          | 营业成本             | 1,412.54      | 952.26        | 951.89        | 1,084.15      | 1,235.47      |
| 预付账款             | 54.07           | 28.13           | 26.72           | 44.18           | 39.58           | 营业税金及附加          | 10.89         | 12.60         | 10.16         | 9.24          | 10.45         |
| 存货               | 428.41          | 278.84          | 212.56          | 408.81          | 313.33          | 销售费用             | 21.44         | 16.11         | 14.52         | 16.79         | 19.00         |
| 其他               | 600.67          | 425.55          | 467.58          | 520.40          | 567.90          | 管理费用             | 28.93         | 27.33         | 21.77         | 25.19         | 28.49         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2,038.95</b> | <b>1,989.97</b> | <b>2,124.27</b> | <b>2,258.20</b> | <b>2,379.39</b> | 研发费用             | 64.24         | 50.17         | 43.55         | 50.37         | 56.99         |
| 长期股权投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 财务费用             | (25.60)       | (41.27)       | (35.05)       | (35.05)       | (34.91)       |
| 固定资产             | 219.22          | 306.79          | 276.21          | 247.66          | 221.74          | 资产/信用减值损失        | (8.96)        | 4.85          | (2.34)        | (2.15)        | 0.12          |
| 在建工程             | 66.83           | 1.69            | 6.69            | 8.55            | 7.53            | 公允价值变动收益         | 9.23          | 11.86         | 40.20         | 50.00         | 50.00         |
| 无形资产             | 8.09            | 8.07            | 7.75            | 7.43            | 7.11            | 投资净收益            | 1.88          | 1.17          | 11.82         | 9.32          | 6.05          |
| 其他               | 34.38           | 40.81           | 28.05           | 34.42           | 34.43           | 其他               | (7.45)        | (39.85)       | 0.00          | (20.00)       | 0.00          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>328.53</b>   | <b>357.36</b>   | <b>318.70</b>   | <b>298.05</b>   | <b>270.81</b>   | <b>营业利润</b>      | <b>555.76</b> | <b>488.23</b> | <b>494.45</b> | <b>605.60</b> | <b>640.22</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,367.48</b> | <b>2,347.33</b> | <b>2,442.96</b> | <b>2,556.26</b> | <b>2,650.19</b> | 营业外收入            | 0.93          | 0.79          | 1.01          | 1.00          | 0.93          |
| 短期借款             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 营业外支出            | 1.35          | 1.95          | 1.95          | 1.67          | 1.73          |
| 应付票据及应付账款        | 75.76           | 47.99           | 72.67           | 76.72           | 83.57           | <b>利润总额</b>      | <b>555.33</b> | <b>487.07</b> | <b>493.51</b> | <b>604.93</b> | <b>639.42</b> |
| 其他               | 37.04           | 28.49           | 73.92           | 99.59           | 87.52           | 所得税              | 72.02         | 65.13         | 64.16         | 78.64         | 83.12         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>112.81</b>   | <b>76.49</b>    | <b>146.60</b>   | <b>176.31</b>   | <b>171.09</b>   | <b>净利润</b>       | <b>483.31</b> | <b>421.94</b> | <b>429.35</b> | <b>526.29</b> | <b>556.30</b> |
| 长期借款             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 少数股东损益           | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>483.31</b> | <b>421.94</b> | <b>429.35</b> | <b>526.29</b> | <b>556.30</b> |
| 其他               | 25.52           | 26.92           | 25.41           | 25.95           | 26.09           | 每股收益(元)          | 1.35          | 1.18          | 1.20          | 1.47          | 1.56          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>25.52</b>    | <b>26.92</b>    | <b>25.41</b>    | <b>25.95</b>    | <b>26.09</b>    |                  |               |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>225.41</b>   | <b>137.04</b>   | <b>172.00</b>   | <b>202.26</b>   | <b>197.18</b>   |                  |               |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>主要财务比率</b>    | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  |
| 股本               | 356.97          | 357.68          | 357.68          | 357.68          | 357.68          | <b>成长能力</b>      |               |               |               |               |               |
| 资本公积             | 684.58          | 687.56          | 687.56          | 687.56          | 687.56          | 营业收入             | 43.72%        | -28.09%       | -2.15%        | 15.67%        | 13.13%        |
| 留存收益             | 1,099.43        | 1,163.69        | 1,224.27        | 1,307.46        | 1,406.39        | 营业利润             | 34.02%        | -12.15%       | 1.27%         | 22.48%        | 5.72%         |
| 其他               | 1.09            | 1.36            | 1.46            | 1.30            | 1.37            | 归属于母公司净利润        | 34.81%        | -12.70%       | 1.76%         | 22.58%        | 5.70%         |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2,142.07</b> | <b>2,210.29</b> | <b>2,270.96</b> | <b>2,354.00</b> | <b>2,453.01</b> | <b>获利能力</b>      |               |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2,367.48</b> | <b>2,347.33</b> | <b>2,442.96</b> | <b>2,556.26</b> | <b>2,650.19</b> | 毛利率              | 31.53%        | 35.81%        | 34.43%        | 35.43%        | 34.96%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 净利率              | 23.43%        | 28.44%        | 29.58%        | 31.34%        | 29.29%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | ROE              | 22.56%        | 19.09%        | 18.91%        | 22.36%        | 22.68%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | ROIC             | 98.40%        | 49.26%        | 65.44%        | 106.98%       | 74.44%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>偿债能力</b>      |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 资产负债率            | 9.52%         | 5.84%         | 7.04%         | 7.91%         | 7.44%         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 净负债率             | -34.90%       | -51.98%       | -58.52%       | -47.24%       | -53.76%       |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 流动比率             | 10.20         | 18.07         | 14.49         | 12.81         | 13.91         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 速动比率             | 8.06          | 15.54         | 13.04         | 10.49         | 12.08         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>营运能力</b>      |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 应收账款周转率          | 13.05         | 9.37          | 14.74         | 12.86         | 12.16         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 存货周转率            | 5.77          | 4.19          | 5.91          | 5.40          | 5.26          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 总资产周转率           | 0.91          | 0.63          | 0.61          | 0.67          | 0.73          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标(元)</b>   |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股收益             | 1.35          | 1.18          | 1.20          | 1.47          | 1.56          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金流          | 0.77          | 1.76          | 1.64          | 0.80          | 2.03          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股净资产            | 5.99          | 6.18          | 6.35          | 6.58          | 6.86          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>估值比率</b>      |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 市盈率              | 12.83         | 14.70         | 14.45         | 11.78         | 11.15         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 市净率              | 2.90          | 2.81          | 2.73          | 2.63          | 2.53          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | EV/EBITDA        | 13.76         | 8.43          | 8.89          | 7.78          | 6.74          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | EV/EBIT          | 14.27         | 8.89          | 9.49          | 8.21          | 7.09          |

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                    | 海口                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | A 栋 23 层 2301 房          | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 邮编：570102                | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 电话：(0898)-65365390       | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |