

凌霄泵业 (002884)

美国出口拐点向上的优质红利资产

行业： 机械设备/通用设备
 投资评级： 买入（首次）
 当前价格： 19.66 元
 目标价格： 23.00 元

投资要点：

塑料卫浴泵“隐形冠军”，美国出口链和高股息优质标的；国外受益美国地产回暖&库存主动补库周期，国内受益万亿国债&设备以旧换新政策。

➤ 塑料卫浴泵“隐形冠军”&不锈钢泵第一梯队

公司塑料卫浴泵是细分赛道的“隐形冠军”，全球市占率约60%-70%；不锈钢泵位于国内行业第一梯队。公司营收从2018年的11.0亿元增至2023年的13.2亿元，5年CAGR 4%；归母净利润从2018年的2.2亿元增至2023年的3.8亿元，5年CAGR 11%。2022-2023海外库存积压导致公司业绩短期承压，目前海外库存已经基本消化，2024年业绩有望逐渐修复。

➤ 塑料卫浴泵：受益于美国地产回暖&补库周期

美国制造业PMI自2022年10月份以来，连续14个月处于收缩区间，于2023年下半年开始触底回升，并于2024年1月重返枯荣线。美国新屋和成屋销售量也分别于2023年12月和2024年1月回升，恢复趋势明显。与此同时，地产强相关的建筑材料即将进入主动补库周期。我们认为美国地产回暖&主动补库周期将为公司塑料卫浴泵的出口带来新一轮增长。

➤ 不锈钢泵：受益于万亿国债&设备以旧换新

不锈钢泵比传统铸铁泵省电约10%~20%，但成本贵20%~30%，因此在存量市场中的占比不足1/3，存在较大替换空间。2023Q4中央增发万亿国债，其中约50%运用于水利基建，加速不锈钢泵对铸铁泵的更新替换。与此同时，2024年2月提出的设备以旧换新政策再度催化不锈钢泵的替换。

➤ 2024年的公司现金分红比例有望维持高位

上市后连续7年实施现金分红，累计现金分红约19亿元，2023年现金分红3.6亿元，股利支付率93.2%，股息率5.8%。公司原计划的800万台泵产能场地已经建成，后期无重大资本开支，现金分红比例有望维持高位。

➤ 投资建议：看好美国出口链和高股息优质资产

我们预计公司2024-2026年营收分别为15.8/18.1/19.9亿元，分别同比增长20%/15%/10%；归母净利润分别为4.6/5.3/5.8亿元，分别同比增长20%/15%/10%。绝对估值法测得每股价值23.2元，可比公司24年平均PE为15倍。鉴于公司属于美国出口链和高股息优质资产，我们给予公司24年18倍PE，目标价23元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：泵类行业需求不及预期；公司泵产能释放不及预期。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	357.68/273.03
流通A股市值(百万元)	5,367.77
每股净资产(元)	6.52
资产负债率(%)	6.30
一年内最高/最低(元)	23.30/13.88

股价相对走势



作者

分析师：刘晓旭
 执业证书编号：S0590524040006
 邮箱：xxliu@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1483	1316	1583	1813	1991
增长率(%)	-28.09%	-11.32%	20.33%	14.54%	9.82%
EBITDA(百万元)	472	436	557	646	716
归母净利润(百万元)	422	384	462	530	582
增长率(%)	-12.70%	-9.06%	20.37%	14.84%	9.80%
EPS(元/股)	1.18	1.07	1.29	1.48	1.63
市盈率(P/E)	16.7	18.4	15.3	13.3	12.1
市净率(P/B)	3.2	3.2	3.1	2.9	2.8
EV/EBITDA	9.7	11.0	10.4	9.1	8.3

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年06月12日收盘价

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

凌霄泵业是国内塑料卫浴泵的龙头，不锈钢泵处于第一梯队，其中塑料卫浴泵营收占比约 50%，主要出口美国。2021 年疫情，海外客户大幅增加库存，公司凭借拳头产品塑料卫浴泵的出口实现业绩高速增长。2022-2023 年海外库存去化导致公司业绩短期承压。2024 年美国地产回暖&库存进入主动补库周期，塑料卫浴泵有望再次成为公司业绩高增的主力军。

不同于市场的观点/创新之处

(1) 美国地产周期，市场部分观点认为：美国地产周期回暖趋势不明显。我们认为：美国的制造业 PMI 重返枯荣线 5 个月，成屋和新屋销售量持续回升，表明地产恢复趋势明显。与此同时，未来美联储将大概率降息，其中部分银行如高盛马库斯、美国运通等大机构已经下调储蓄利率，有效拉动地产回暖。

(2) 美国库存周期，市场部分观点认为：美国整体尚处于被动去库阶段，主动补库尚早。我们认为：美国整体处于被动去库阶段，但是与地产强相关的建筑建材即将进入主动补库周期。2024 年 1-2 月，中国出口美国建筑建材同比增速持续向好，但美国建筑建材行业仍在加速去库，且库存增速历史分位数为 4.8%。因此我们认为美国需求旺盛，当前为被动去库末期，即将进入主动补库周期。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 15.8/18.1/19.9 亿元，分别同比增长 20%/15%/10%；归母净利润分别为 4.6/5.3/5.8 亿元，分别同比增长 20%/15%/10%；EPS 分别为 1.3/1.5/1.6 元/股，3 年 CAGR 为 15%。鉴于公司受益于美国地产后周期和库存主动补库迹象，具有更高的估值溢价；绝对估值法测得每股价值 23.2 元。综合绝对估值和相对估值，给予公司 2024 年 18 倍 PE，对应目标价 23 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

投资看点

- (1) 短期：公司塑料卫浴泵随着美国地产回暖&补库周期的海外订单增长。
- (2) 中期：万亿国债和以旧换新政策下不锈钢泵对传统铸铁泵的更新替换。
- (3) 长期：公司塑料卫浴泵&不锈钢泵产品系列的升级，以及下游领域的拓展。

正文目录

1.	塑料卫浴泵“隐形冠军”，海外业务增长强劲	5
1.1	国内塑料卫浴泵龙头&不锈钢泵第一梯队	5
1.2	盈利能力持续提升&看好后续业绩修复	7
2.	经济回暖&国产替代，泵业开启千亿赛道	9
2.1	离心泵：2024年国内市场空间约1450亿元	9
2.2	塑料卫浴泵：受益于美国地产回暖&补库周期	12
2.3	不锈钢泵：设备以旧换新加速铸铁泵存量替换	14
3.	美国出口链优质标的，高股息优质资产	18
3.1	产品：塑料卫浴泵是美国出口链优质标的	18
3.2	盈利：直销保持高毛利&极致的控费能力	19
3.3	分红：连续7年现金分红保持高股息	21
4.	盈利预测、估值与投资建议	22
4.1	盈利预测	22
4.2	估值与投资建议	23
5.	风险提示	26

图表目录

图表 1:	公司的发展历程	5
图表 2:	王海波和施宗梅合计控股 46.54% (截至 2024 年 6 月 6 日)	6
图表 3:	公司产品分为塑料卫浴泵、不锈钢泵和通用泵三大类	7
图表 4:	2018-2023 年营业收入 CAGR 为 4%	8
图表 5:	2018-2023 年归母净利润 CAGR 为 11%	8
图表 6:	公司毛利率和净利率不断提升	8
图表 7:	公司期间费用率不断下降	8
图表 8:	塑料卫浴泵营收占比约 50% (亿元)	9
图表 9:	塑料卫浴泵平均毛利率约 32%	9
图表 10:	国外营收占比约 50% (亿元)	9
图表 11:	2023 年国外、国内毛利率约 40%、35%	9
图表 12:	离心泵是最常见的叶片式泵	10
图表 13:	2024 年全球离心泵市场空间约 2880 亿元	11
图表 14:	2024 年中国离心泵市场空间约 1450 亿元	11
图表 15:	我国离心泵最大出口贸易地为美国 (万美元/月)	11
图表 16:	民用离心泵下游大而分散	12
图表 17:	2024 年美国制造业 PMI 重返枯荣线	13
图表 18:	2024 年美国成屋和新建住房销量连续回升	13
图表 19:	美国当前处于被动去库存阶段	13
图表 20:	建筑材料等地产强相关行业有补库迹象 (零售商情况)	14
图表 21:	美国进口中国建筑建材金额从 2024 年 2 月开始同比转正	14
图表 22:	2023 年全年水利建设投资 11996 亿元	15
图表 23:	水泵行业相关政策	16
图表 24:	全球规模领先的泵制造企业	16
图表 25:	2021 年中国的离心泵企业 CR10 约 15%	17
图表 26:	2021 年中国泵业市场收入 TOP10	17
图表 27:	2021 年塑料卫浴泵营收同比增长 80%	18
图表 28:	直销毛利率一般高于经销 1%-2%	19
图表 29:	2024 年直销比例有望回升	19

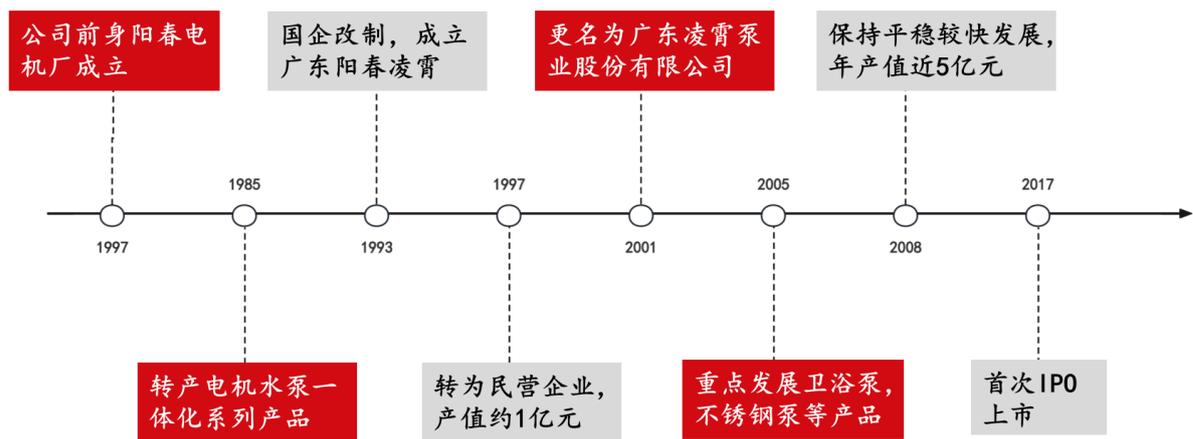
图表 30:	2016 年公司直销模式的前五大客户	20
图表 31:	泵业企业的毛利率分化不大	20
图表 32:	凌霄泵业净利率明显优于同行	20
图表 33:	2023 年凌霄人均创收/薪酬比远高于同行	21
图表 34:	2018-2023 年人均创收/人均薪酬倍数	21
图表 35:	上市 7 年累计现金分红 18.98 亿元	22
图表 36:	2023 年现金分红 3.58 亿元 (股息支付率 93.2%)	22
图表 37:	公司营收测算汇总 (百万元)	23
图表 38:	FCFF 法参数假设	24
图表 39:	FCFF 法估值表	24
图表 40:	FCFF 估值敏感性测试	24
图表 41:	水泵行业可比公司的平均估值水平	25

1. 塑料卫浴泵“隐形冠军”，海外业务增长强劲

1.1 国内塑料卫浴泵龙头&不锈钢泵第一梯队

凌霄泵业是国内塑料卫浴泵的龙头，不锈钢泵系列产品处于国内同行业第一梯队。公司前身为 1977 年成立的阳春电机厂，最初专注于生产电机及家用电风扇。1985 年开始，企业转型致力于电机水泵一体化系列产品的研发与制造。1993 年伴随着国企改革，公司改制成广东阳春凌霄（集团）股份有限公司，后续在 1997 年完成向民营企业的过渡。2001 年公司更名为广东凌霄泵业，重点发展浴缸泵、不锈钢泵产品。2017 年在深交所中小板挂牌上市，筹集资金 5 亿元，扩大塑料卫浴泵、不锈钢泵及通用泵生产规模。经过 40 多年的发展，公司各类泵生产能力达到 460 万台套，产品型号规格 300 多种，畅销全球 100 多个国家和地区。

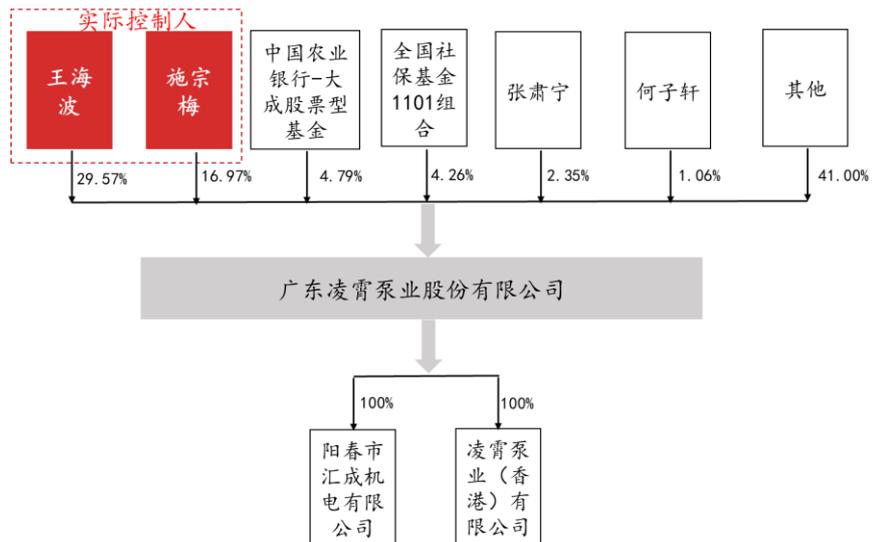
图表1：公司的发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国联证券研究所

凌霄泵业的股权结构集中，王海波和施宗梅(夫妻)合计控股 46.54%。截至 2024 年 6 月，公司控股股东和实际控制人为王海波、施宗梅，分别持有公司股份 29.57%、16.97%，合计控股 46.54%。全资子公司为阳春市汇成机电、凌霄泵业（香港）。目前公司已建成有广东省电泵技术工程开发中心、能效试验中心、德国 TUV 目击试验室、美国 UL 目击试验室等领先的研发中心。

图表2：王海波和施宗梅合计控股 46.54%（截至 2024 年 6 月 6 日）



资料来源：Wind，国联证券研究所

公司民用离心泵产品分为塑料卫浴泵、不锈钢泵和通用泵三个系列：

塑料卫浴泵：主要产品有浴缸泵、SPA 泵、泳池泵、化工泵、海水泵等，主要应用于水上康体及卫浴、商业配套等场景。

不锈钢泵：主要产品有不锈钢卧式单级、卧式多级泵、不锈钢立式多级泵等，主要应用于工业配套、污水处理、农业水利、养殖业等场景。

通用泵：主要产品有清水泵、潜水泵、潜污泵、管道泵、消防泵、深水潜污泵等，主要应用于种植业、楼宇暖通、给排水工程、农村及城镇饮水安全工程、排洪防涝等市政工程等领域。

目前凌霄泵业已发展成为一个集民用离心泵的设计、生产、销售及售后服务于一体的综合服务系统。塑料卫浴泵系列产品在国内具有相当规模，在国内占有龙头地位，不锈钢泵系列产品已经站在国内同行业第一梯队位置。

图表3: 公司产品分为塑料卫浴泵、不锈钢泵和通用泵三大类

塑料卫浴泵					
浴缸泵	SPA泵	泳池泵	化工泵	海水泵	
					
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			
					
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	潜潜泵	管道泵	潜污泵	消防泵	深井泵
					
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、鱼塘排水					

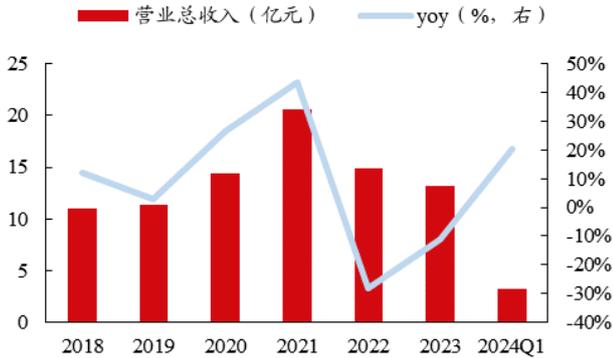
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

1.2 盈利能力持续提升&看好后续业绩修复

2022-2023 海外库存积压导致公司业绩短期承压, 2024 年业绩有望逐渐修复。

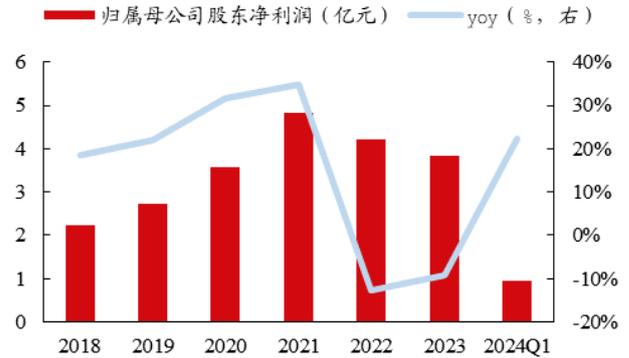
公司营收从 2018 年的 11.0 亿元增长至 2023 年的 13.2 亿元, 五年 CAGR 为 4%; 归母净利润从 2018 年的 2.2 亿元增长至 2023 年的 3.8 亿元, 五年 CAGR 为 11%。公司业绩在 2021 年前后经历先涨后跌, 主要是因为 2021 年疫情使得海外客户大幅增加库存, 公司凭借拳头产品(塑料卫浴泵)的出口实现营收高速增长; 2021 年公司营业收入 20.6 亿元, 同比增长 44%, 归母净利润 4.8 亿元, 同比增长 35%。2022-2023 年因为海外库存的积压, 海外需求放缓, 公司营业收入有所下降。其中, 2023 年营业收入 13.2 亿元, 同比增速-11%, 归母净利润 3.8 亿元, 同比增速-9%。2024Q1 公司实现营收 3.2 亿元, 同比增速+20%, 归母净利润 0.9 亿元, 同比增速+22%。我们认为随着国内经济向好以及国外库存去化结束, 2024 年公司业绩有望逐步修复。

图表4：2018-2023 年营业收入 CAGR 为 4%



资料来源：Wind，国联证券研究所

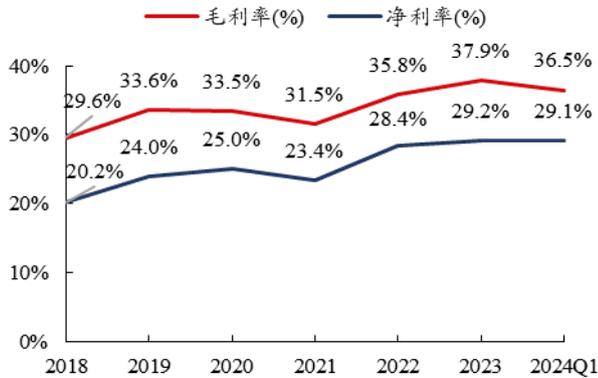
图表5：2018-2023 年归母净利润 CAGR 为 11%



资料来源：Wind，国联证券研究所

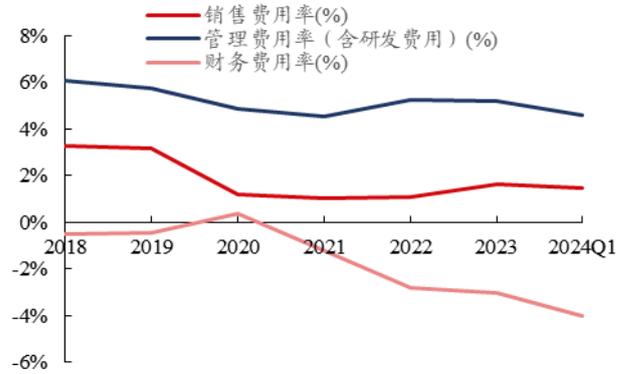
盈利能力持续提升，费用率不断下降。2018 年以来，公司不锈钢立式泵等功率更高、流量更大的泵类产品的销售占比提升，使得公司毛利率/净利率稳步上升，从 2018 年的 30%/20%提升至 2023 年的 38%/29%。除此之外，公司具有极致的控费能力，期间费用率从 2018 年的 9%下降至 2023 年 4%。值得一提的是，公司期间费用率不断下降的过程，研发费用率始终保持在 3%左右，表明公司始终重视产品创新。

图表6：公司毛利率和净利率不断提升



资料来源：Wind，国联证券研究所

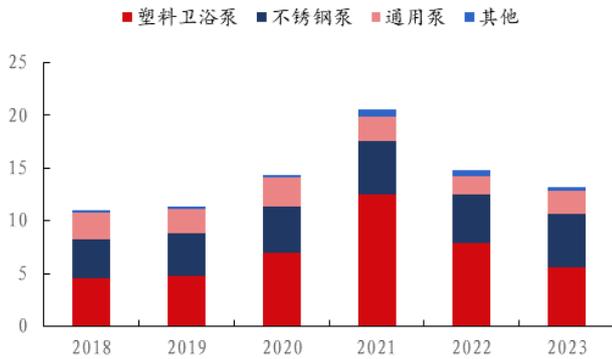
图表7：公司期间费用率不断下降



资料来源：Wind，国联证券研究所

塑料卫浴泵营收占比约 50%，主要出口美国。公司的核心产品为塑料卫浴泵，主要出口美国、法国、德国等，其中美国为最大贸易地。2018-2023 年塑料卫浴泵平均营收占比约 50%，不锈钢泵营收占比约 30%，通用泵约 20%。从毛利率角度，不锈钢泵毛利率最高，平均约 36%，主要是因为生产工艺难度较大，技术水平要求较高产生溢价。通用泵的毛利率最低，平均约 27%，主要是因为产品标准化，同质性严重，竞争激烈。而塑料卫浴泵的毛利率介于两者之间，但更接近于不锈钢泵的毛利率，平均约 32%。一方面是因为塑料卫浴泵相对于通用泵需要定制化设计，相对于不锈钢泵加工难度更低，因此毛利率居中；另一方面是因为塑料卫浴泵主要用于出口，而海外毛利率高于国内，因此毛利率接近于不锈钢泵。

图表8：塑料卫浴泵营收占比约 50%（亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

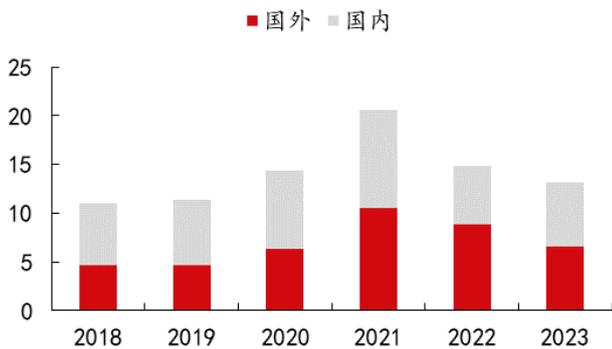
图表9：塑料卫浴泵平均毛利率约 32%



资料来源：Wind，国联证券研究所

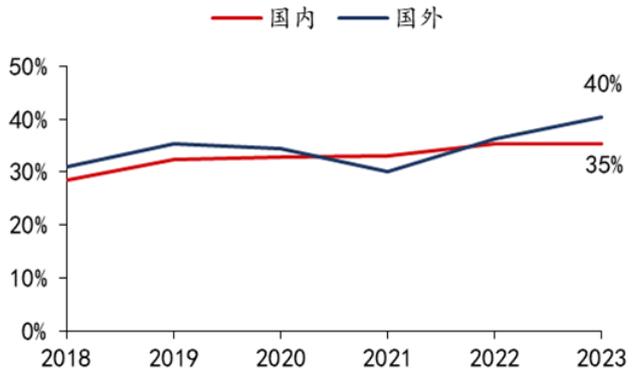
国外营收占比约 50%。2018-2022 年公司国外营收占比不断提高（2019 年持平）。2023 年国外营收 6.6 亿元，同比增速-25%，主要系海外客户仍处于消耗库存阶段；而内销相对平稳，营收约 6.5 亿元，同比增长 8%。2018-2023 国内外毛利率的变化与销售产品结构高度相关，其中国外销售产品主要为塑料卫浴泵和不锈钢泵（平均毛利率分别为 32%、36%），国内销售产品主要为不锈钢泵和通用泵（平均毛利率约 36%、27%）。2023 年原材料价格下降&高附加值产品增加，塑料卫浴泵、不锈钢泵、通用泵毛利率均有不同程度提升，分别为 38%、38%、30%，国内综合毛利率约 35%，国外综合毛利率约 40%。

图表10：国外营收占比约 50%（亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：2023 年国外、国内毛利率约 40%、35%



资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 经济回暖&国产替代，泵业开启千亿赛道

2.1 离心泵：2024 年国内市场空间约 1450 亿元

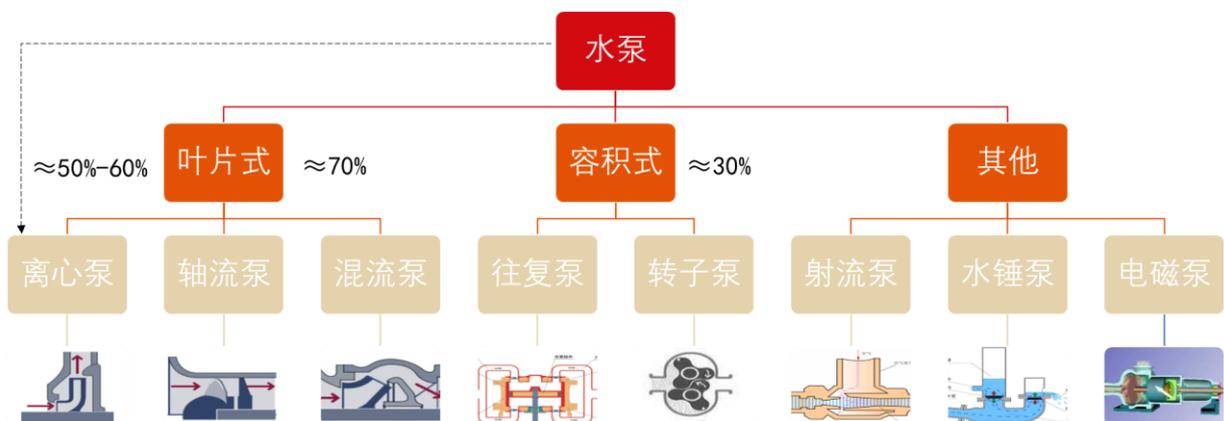
泵是仅次于电机的第二大最常用的工业设备，该设备将原动机的机械能转换成液体的动能和势能，实现液体输送或增压。按照工作原理可分为叶片式、容积式和其他形式。

(1) **叶片式，适用于低压力和大流量：**依靠叶轮的旋转将能量传递给液体，流量随着压力变化而变化。叶片式一般不具备自吸能力，需要灌引水（泵启动后不能抽除管路的空气吸入液体），适用于低压力和大流量。按照流道结构可分为离心泵、轴流泵、和旋涡泵等。

(2) **容积式，适用于高压力和小流量：**依靠容积周期性变化产生能量传递给液体，液体流量几乎不随着压力变化（转速或者泵速不变时）。容积式具有自吸能力，适用于高压力和小流量。按照工作元件的运动形式可分为往复泵和回转泵。

(3) **其他形式：**以其他形式传递能量，如射流泵依靠高速喷射、水锤泵依靠水位抬升，电磁泵依靠电磁作用。

图表12：离心泵是最常见的叶片式泵

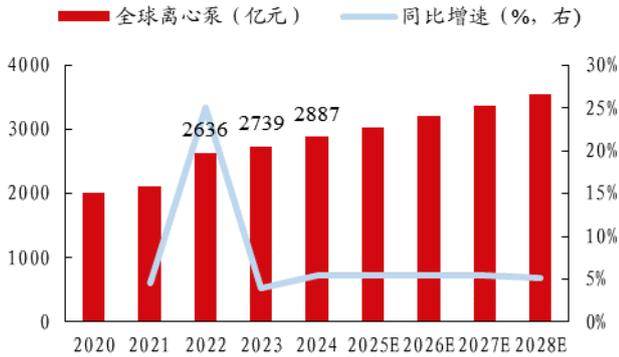


资料来源：HVAC Buddy，国泰泵科，国联证券研究所

离心泵是最常见的叶片式泵，其中 95%应用于民用领域。据美国商务部的数据显示，全部泵的销售额中约 70%为动能泵（主要是叶片式泵），30%为容积泵。而离心泵是最常见的叶片式泵，占比约 70%-80%，即离心泵在水泵中占比约 50%-60%。离心泵按照应用领域又可分为民用离心泵和工业用泵，其中约 95%的离心泵应用于民用领域。

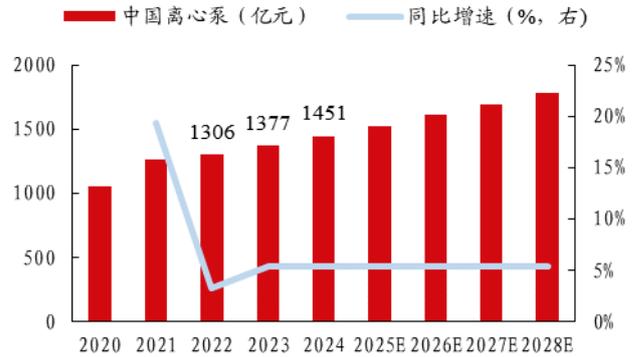
2024 年国内离心泵市场空间约 1450 亿元，全球占比约 50%。随着全球城市化和工业化的不断推进，离心泵在城市基础设施建设中的应用持续增加。2022 年全球离心泵市场空间约 2600 亿元（382 亿美元，按 6.9 计算），其中中国的离心泵市场空间约 1300 亿元，市场份额约 50%。根据《The World Market for Centrifugal Pumps》，2023-2028 年全球离心泵市场空间的年复合增长率约 5.4%，预计从 2023 年约 2700 亿元（397 亿美元）增长到 2028 年约 3500 亿元（515 亿美元）。我们假设中国离心泵市场空间的年复合增速与全球相近，则 2024 年国内离心泵市场空间约 1450 亿元。

图表13: 2024 年全球离心泵市场空间约 2880 亿元



资料来源:《The World Market for Centrifugal Pumps》, Fortune business insights, 国联证券研究所

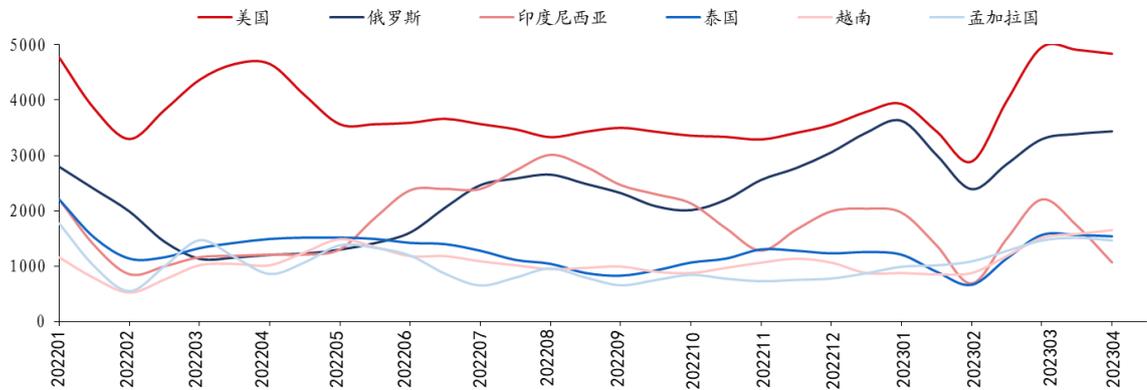
图表14: 2024 年中国离心泵市场空间约 1450 亿元



资料来源:《The World Market for Centrifugal Pumps》, 共研产业研究院, 国联证券研究所

我国离心泵最大出口贸易地为美国, 其中凌霄泵业的塑料卫浴泵也主要出口美国。我国离心泵主要出口贸易地为美国、俄罗斯、印度尼西亚等国, 其中美国为最大贸易地。例如, 2023 年 1-4 月出口额排名前三的贸易地为美国 1.66 亿美元、俄罗斯 1.28 亿美元、印度尼西亚 0.6 亿美元。

图表15: 我国离心泵最大出口贸易地为美国 (万美元/月)

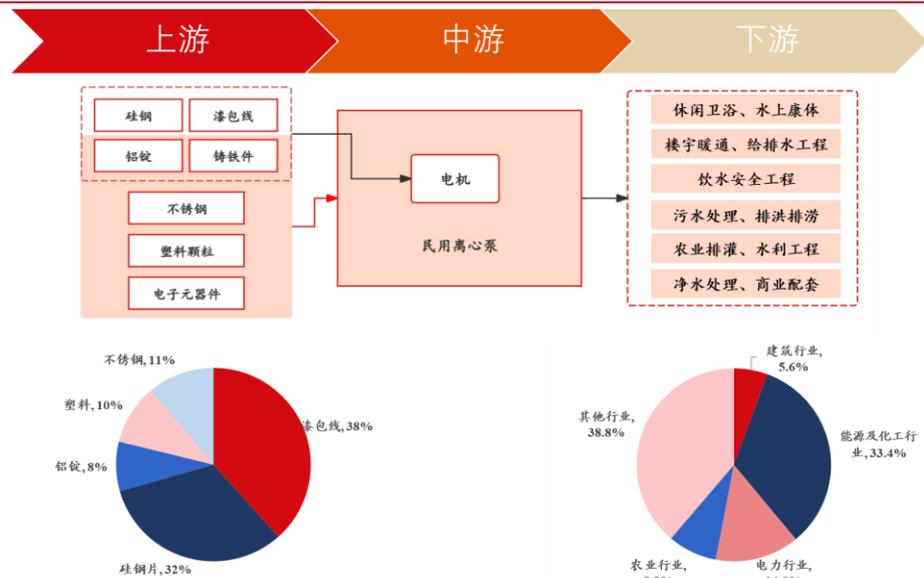


资料来源: 美亚视野, 国联证券研究所

民用离心泵上游漆包线和硅钢片成本占比约 70%, 下游大而分散。离心泵制造行业是通过对上游硅钢片、漆包线、不锈钢、铝锭、塑料、铸铁件等。按照凌霄泵业 2016 年原材料采购成本, 漆包线/硅钢片在离心泵中的成本占比最高, 约 38%/32%。离心泵可以广泛应用于国民经济各个领域, 其中能源化工和电力为离心泵最重要的下游应用领域, 分别占比 33%和 14%。

按照凌霄泵业招股说明书划分方式, 民用离心泵可划分为塑料卫浴泵、不锈钢泵和通用泵三个系列, 其中通用泵包含剩余的所有水泵类型。

图表16: 民用离心泵下游大而分散



资料来源: 公司招股说明书, 智研咨询, 国联证券研究所

2.2 塑料卫浴泵: 受益于美国地产回暖&补库周期

塑料卫浴泵属于家居建材, 与地产周期高度相关; 同时具有消费品属性, 更新周期约 2-3 年。塑料卫浴泵主要应用于水上康体及卫浴设施 (按摩浴缸、SPA 浴池、游泳池等)、商业配套清洗、建设工程等民用领域, 因此其行业景气度与地产周期高度相关。塑料卫浴泵可以作为新建工程的配套设施, 也可以作为已建工程的升级消费, 其市场空间包括新增和存量市场。一般而言, 塑料卫浴的使用周期是 2-3 年, 但会因保养和维护需求缩短更换周期, 使得塑料卫浴泵具有消费品属性。

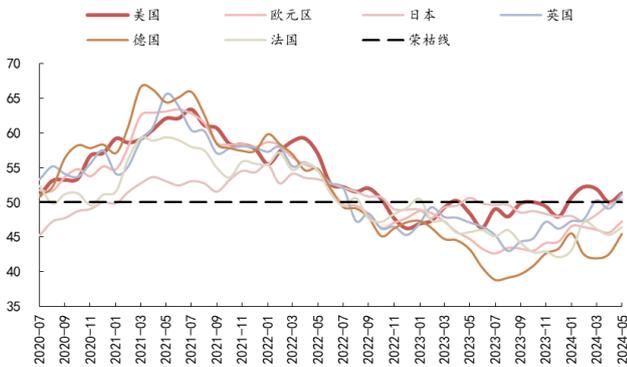
凌霄泵业的塑料卫浴泵主要出口美国。欧美国家的生活习惯相比国内对按摩浴缸、SPA、泳池频率等卫浴设施需求更旺盛, 因此塑料卫浴泵主要出口到欧美国家, 尤其是美国。凌霄泵业作为塑料卫浴泵龙头, 约 70% 的塑料卫浴泵用于出口, 且最大贸易地为美国。

美国的制造业 PMI 重返枯荣线 5 个月, 成屋和新屋销售量持续回升, 利好家居建材出口。美国制造业 PMI 自 2022 年 10 月份以来, 连续 14 个月处于收缩区间, 其修复曲线自 2023 年下半年开始触底回升, 于 2024 年 1 月重返枯荣线。根据最新经济数据, 美国 5 月制造业 PMI 为 51.3, 连续 5 个月位于扩张区间, 这意味着美国制造业的复苏趋势明朗。根据美国成屋和新建住房销售量, 2023 年 12 月新建住房销售量开始反弹, 环比+7.0%, 销售经季节调整后年率达到 650 千套, 并持续小幅回升; 2024 年 3 月销售达到 665 千套, 环比+5.4%。2024 年 1 月成屋销售量也开始回升, 环比+3.1%, 销售经季节调整后年率达到 400 万套; 2 月实现环比+9.5%, 恢复趋势明显; 3 月销售略有下降, 环比-3.7%。

根据市场预期, 未来美联储将较大概率降息, 其中部分银行已经开始降息操作。

例如，高盛旗下消费银行马库斯三年多来首次降低了其高收益储蓄账户的利率，将年利率从3月份的4.5%下调至4.4%。美国运通将其高收益储蓄账户利率从4.35%下调至4.30%。美国地产销售同利率相关性较高，降息有望拉动地产以及家居建材消费。

图表17：2024年美国制造业PMI重返枯荣线



资料来源：Haver, Wind, 国联证券研究所

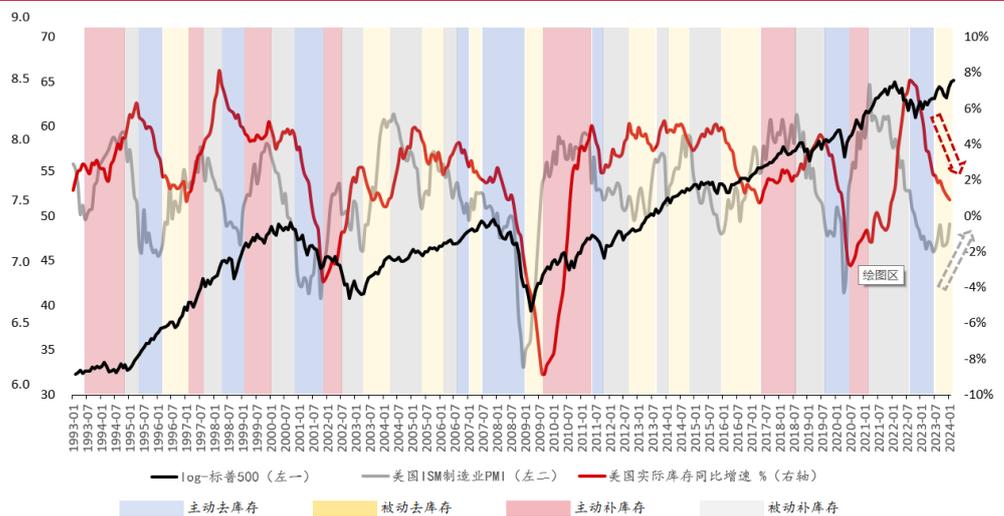
图表18：2024年美国成屋和新建住房销量连续回升



资料来源：Wind, 国联证券研究所

美国整体处于被动去库存阶段。2022年9月以来，美国实际库存同比增速高位回落，正式步入去库存阶段。2023年6月美国PMI数据企稳回升，需求有所回暖，同期美国库存水平持续下降，步入被动去库存阶段且持续至今。

图表19：美国当前处于被动去库存阶段



资料来源：Haver, Wind, 国联证券研究所

我们认为美国建筑材料即将进入主动补库周期。

(1) 美国建筑建材仍然加速去库。从美国零售细分行业来看，大部分行业均已到达库存周期底部。与地产周期有关的家具陈设、电子产品和电器、建筑材料和园林设备等库存同比增速历史分位数（1998年以来）均已低于25%，其中2024年1月库存增速历史分位数为4.8%。

(2) 中国出口美国建筑建材同比增速向好。从中国出口美国建筑建材金额来看，2022 年 8 月至 2024 年 1 月均同比下滑，凌霄泵业海外收入 2022H1 同比上涨 36%，2022H2 同比下降 50%，2023 年海外收入同比下滑 25%，其收入增速整体趋势与建筑建材出口数据保持一致。

2024 年 1-2 月，中国出口美国建筑建材同比增速持续向好，但美国建筑建材行业仍在加速去库，且库存增速历史分位数为 4.8%，我们认为美国需求旺盛，当前为被动去库末期，即将进入主动补库周期。

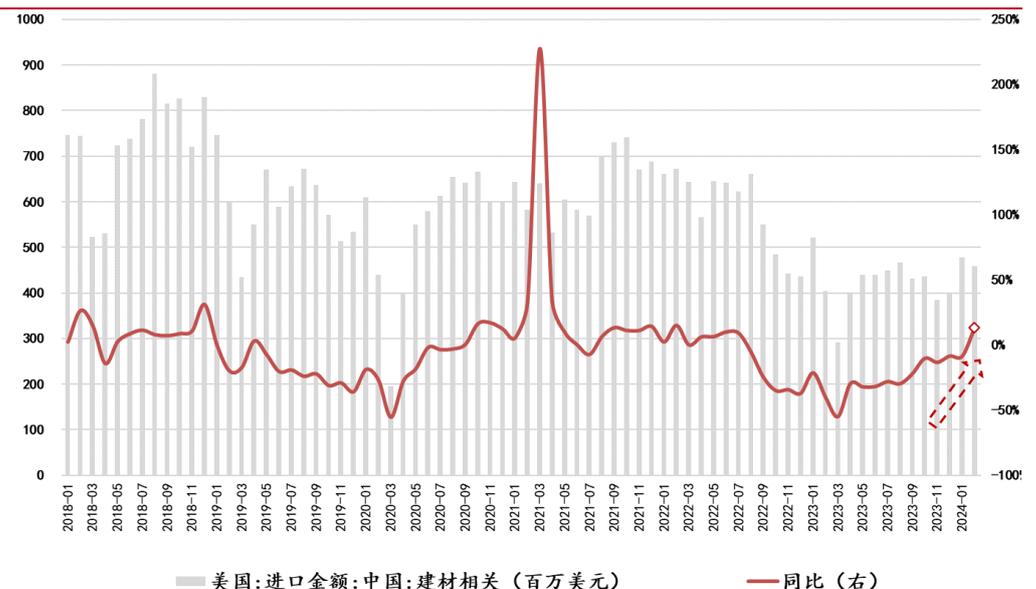
美国房地产行业景气回升叠加库存主动补库，塑料卫浴泵等家居建材销量有望迎来新一轮增长。

图表20：建筑材料等地产强相关行业有补库迹象（零售商情况）

行业	库存占比	实际库存同比增速												2024年1月库存同比增速分位数	1998年至今实际库存同比增速变动情况	
		2023/01	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	2023/11	2023/12			2024/01
零售商	100%	5.1%	4.1%	2.4%	2.4%	2.2%	1.3%	1.3%	1.4%	2.3%	2.7%	3.4%	2.9%	2.8%	46.4%	
汽车及零部件	34%	9.6%	10.1%	9.5%	12.1%	13.0%	12.6%	12.5%	13.0%	13.1%	12.9%	14.3%	14.0%	13.4%	94.8%	
家具、陈设、电子产品和电器	3%	-1.0%	-3.9%	-9.0%	-11.1%	-12.0%	-13.9%	-13.5%	-12.9%	-11.6%	-9.1%	-9.5%	-11.2%	-10.1%	7.3%	
建筑材料和园林设备及用品	9%	0.4%	-0.9%	-3.9%	-5.1%	-5.6%	-6.7%	-8.0%	-7.5%	-7.5%	-7.4%	-7.9%	-7.9%	-7.6%	4.8%	
食品和饮料商店	8%	4.8%	3.5%	3.4%	1.9%	2.0%	2.3%	2.8%	2.1%	2.7%	1.7%	2.1%	3.1%	2.0%	60.2%	
服装及服饰配件专卖店	7%	8.3%	7.3%	4.8%	1.3%	-0.4%	-3.9%	-2.3%	-3.0%	-0.1%	-0.4%	-1.0%	-1.0%	0.0%	30.7%	
日用品商场	14%	5.6%	3.7%	-0.4%	-2.0%	-3.0%	-3.6%	-4.1%	-4.6%	-1.5%	-0.8%	-0.2%	-0.6%	-1.0%	25.9%	
百货公司	7%	-1.5%	-2.3%	-3.8%	-4.5%	-5.2%	-5.7%	-5.6%	-5.6%	-4.8%	-4.0%	-3.7%	-3.0%	-2.5%	35.2%	
其他百货	7%	14.1%	10.8%	3.3%	0.6%	-0.6%	-1.5%	-2.5%	-3.6%	2.1%	2.6%	3.5%	1.9%	0.6%	30.7%	
其他零售	25%	2.0%	0.4%	-0.6%	-0.1%	-0.6%	-1.6%	-1.6%	-1.4%	-1.0%	0.1%	0.8%	-0.8%	-0.4%	18.2%	
零售除汽车及零部件	66%	3.2%	1.7%	-0.5%	-1.4%	-2.0%	-3.1%	-3.2%	-3.2%	-2.1%	-1.6%	-1.3%	-1.9%	-1.8%	11.8%	

资料来源：Haver, Wind, 国联证券研究所

图表21：美国进口中国建筑建材金额从 2024 年 2 月开始同比转正



资料来源：Haver, Wind, 国联证券研究所

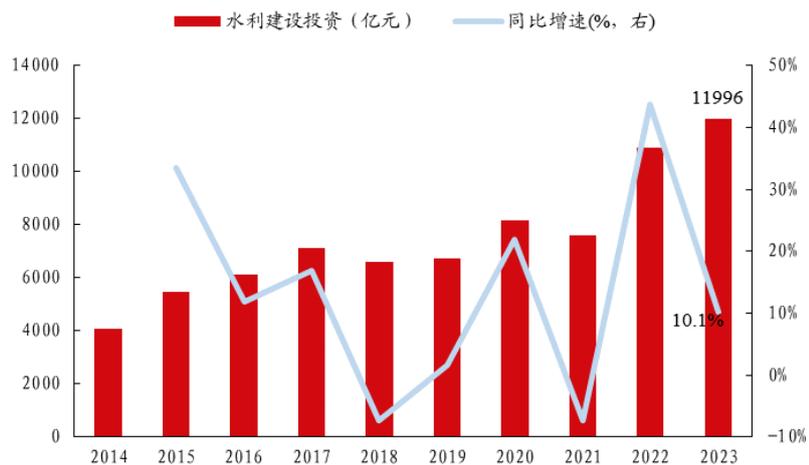
2.3 不锈钢泵：设备以旧换新加速铸铁泵存量替换

泵的能源消耗约是全国发电量的 20%，不锈钢泵相比铸铁泵更节能环保。铸铁和

不锈钢都是制造水泵的原材料，具有抗腐蚀、耐磨损、耐高温、稳定性好的特点，常用于化学工业、农业灌溉、水利工程等领域。其中不锈钢水泵流道非常光滑，可避免水质的“二次污染”，水力效率较高，比同类铸铁泵省电约 10%~20%，属于节能泵。但是不锈钢泵的购置成本比铸铁泵贵 20%~30%，因此存量市场中节能泵占比依旧较低，不到三分之一。其中我国东部三、四线城市及中西部地区应用得相对较少，存在较大替代空间。

万亿国债加速推进重大水利工程建设，利好不锈钢泵更新替换。近年来，现代化水利基础设施体系加快构建，2023 年全年水利建设投资 11996 亿元，较 2022 年增长 10.1%。2023 年第四季度中央财政增发国债 1 万亿元，重点支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力，其中水利基建是重中之重（占比约 50%）。而水泵是水利工程建设的重要设备，在防洪调度过程中起到重要的作用。我们认为水利建设的整体提速、投资规模的快速增长利好于不锈钢泵等设备的更新替换。

图表22：2023 年全年水利建设投资 11996 亿元



资料来源：Wind，水利部，国联证券研究所

国家以旧换新政策叠加更新替换周期，不锈钢泵有望加速替代铸铁泵。水泵是一个国家的基础性工业，涉及到多个产业，因此国家一直对水泵行业采取扶持态度。2024 年 2 月 23 日《政府工作报告》拟推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励和推动消费品以旧换新。3 月 27 日，工信部、国家发展改革委等七部门联合印发《推动工业领域设备更新实施方案》，以提高技术、降低能耗、排放为导向，促进产业向绿色、低碳、可持续方向发展。在国家政策和替换周期的双重驱动下，绿色节能的不锈钢泵有望加速替代传统的铸铁泵。

图表23：水泵行业相关政策

时间	政策	部门	主要内容
2024.03	《推动工业领域设备更新实施方案》	工信部等	以提高技术、降低能耗、排放为导向,促进产业向绿色、低碳、可持续方向发展
2024.02	《政府工作报告》	国务院	推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造,鼓励和推动消费品以旧换新
2021.01	《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	国务院	发展节水农业和旱作农业,实施农村供水保障工程,加强中小型水库等稳定水源工程建设和水源保护等
2019.10	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	发改委	将“农村饮水安全工程”、“灌溉排水泵更新改造工程”等列入鼓励类目录
2018.11	《战略性新兴产业分类(2018)》	国家统计局	将“水泵设备(能效等级为1、2级)”列入战略性新兴产业重点产品和服务
2015.01	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》	国务院	加快大中型灌区续建配套与节水改造,加快推进现代灌区建设,扩大节水灌溉设备购置补贴范围
2012.09	高效节能惠民工程	国务院	350亿推广台式计算机等8大类消费品,高效电机、风机、水泵、压缩机、变压器共5大类工业产品

资料来源：国务院，国家发展和改革委员会，智研咨询，国联证券研究所

国外 CR10 市场份额约 50%，主要集中在高端市场。全球有数千家离心泵生产企业，主要集中在以美国为代表的美洲地区，以德国、英国为代表的欧洲地区和以中国、日本为代表的亚洲地区三大板块。如丹麦的格兰富(Grundfos)、德国的克斯伯(KSB)、法国威乐(Wilo)、日本的荏原(EBARA)等。根据 McIlvaine 公司《泵业市场资讯》，全球水泵行业的 CR10 市场份额约 50%，且以海外厂商为主。由于离心泵是主要的泵类型（占比约 50%-60%），我们认为离心泵的全球 CR10 约 50%。

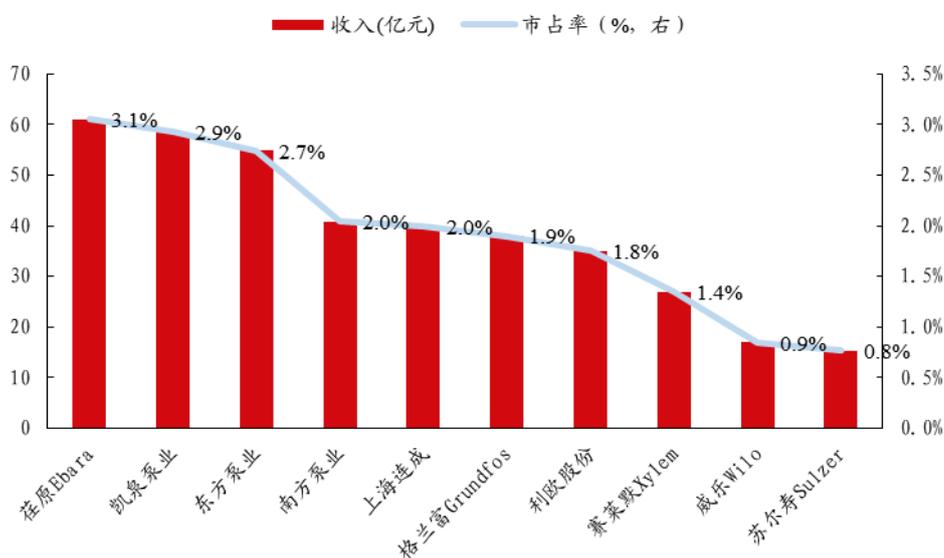
图表24：全球规模领先的泵制造企业

公司	概况
丹麦格兰富(Grundfos)	1945年成立,主要产品是循环泵、离心泵和计量泵;1994年进入中国;2020年营收263亿丹麦克朗
德国威乐(WILO)	1872年成立,主要产品是空调、供水和污水处理等领域;1995年进入中国;2020年营收14.5亿欧元
意大利佩德罗(Pedrollo S.p.A)	成立于1974年,主要产品有50多种类型的水泵
德国劳伦斯(Lorentz)	成立于1993年,主要产品为太阳能水泵,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,目前在中国北京、西安、烟台、青岛等地投资建厂
美国 Xylem	2011年从ITT集团剥离,业务为水技术解决方案和产品,在沈阳、南京、无锡投资设厂
德国 KSB	制造泵和阀门,业务包括建筑服务、工业、公用供水事业、能源部门及采矿,在中国有4家分公司

资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

中国企业 CR10 约 15%，份额加速集中利好头部企业。中国的离心泵企业数量众多，但规模普遍较小，技术水平和产品质量参差不齐，主要集中在中低端市场。根据中国通用机械工业协会泵业分会发布的《2022 年中国通用机械泵行业年鉴》，2021 年国内泵业营收约 2000 多亿元。再根据 2021 年中国泵业前十企业的营业收入，我们认为国内水泵 CR10 企业在中国市场份额约 15%（凯泉泵业 2.9%、东方泵业 2.7%，南方泵业 2.0%、上海连成 2.0%、利欧股份 1.8%等）。国内竞争格局尚未形成，我们认为在万亿国债和以旧换新政策下，头部企业有望凭借规模效应和品牌效应淘汰小型企业，使得头部集中趋势加快。

图表25：2021 年中国的离心泵企业 CR10 约 15%



资料来源：江苏大学机械工程技术研究中心，中国通用机械工业协会泵业分会，国联证券研究所

图表26：2021 年中国泵业市场收入 TOP10

企业名称	收入(亿元)	国内市占率(%)	国别	主要产品
荏原 Ebara	61	3.1%	日本	离心泵、污水泵、干式真空泵及镀膜装置等
上海凯泉泵业	58.5	2.9%	中国	离心泵，污水泵，控制柜，核电用泵等
上海东方泵业	54.8	2.7%	中国	离心泵、污水泵、轴流泵、化工泵、电机等
南方泵业	40.9	2.0%	中国	离心泵、计量泵、排污泵、中开泵及消防泵组等
上海连成	40	2.0%	中国	离心泵、污水泵等
格兰富	38	1.9%	丹麦	离心泵、计量泵等
利欧集团股份	35	1.8%	中国	立式多级泵、立式管道泵、离心泵等
赛莱默 Xylem	27	1.4%	美国	离心泵、污水泵、定制泵及水质分析仪等
威乐 Wilo	17	0.9%	德国	双吸泵、端吸泵、管道泵、潜水污水泵、变频屏蔽泵、增压泵、循环泵、污水提升泵等
苏尔寿 Sulzer	15.4	0.8%	瑞士	各类离心泵等

资料来源：江苏大学机械工程技术研究中心，中国通用机械工业协会泵业分会，国联证券研究所

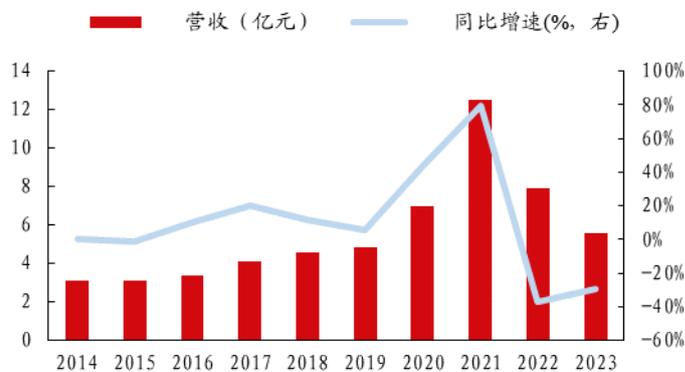
3. 美国出口链优质标的，高股息优质资产

3.1 产品：塑料卫浴泵是美国出口链优质标的

塑料卫浴泵显著受益于海外订单需求。塑料卫浴泵是公司核心产品，2018-2023年平均营收占比约50%。2021年因为疫情的特殊情况，海外水泵市场倾向于囤积库存保证自身正常生产，塑料卫浴泵出口订单大幅增加，成为公司业绩高增的主力军。2021年营收20.6亿元，同比增长44%，其中塑料卫浴泵营收12.5亿元，同比增长80%，占全年营收约60%。2022上半年公司出口维持了增长态势，但下半年由于客户库存和市场疲软，出口和销售同步下滑。2022、2023年塑料卫浴泵分别营收7.9、5.6亿元，同比增速-37%、-29%。

塑料卫浴泵受益于美国地产后周期和库存主动补库，海外订单需求有望恢复。公司塑料卫浴泵在美国市场享有显著的出口份额，其客户为美国Jacuzzi、美国美标、美国科勒等全球水上康体设施及卫浴制造商巨头。2023年第三季度、四季度，公司的海外订单以及国内销售已经有所回升。我们认为2024年美国房地产复苏以及库存进入主动补库阶段，塑料卫浴泵有望再次受益海外订单需求增长。

图表27：2021年塑料卫浴泵营收同比增长80%



资料来源：Wind，国联证券研究所

我们认为凌霄泵业的塑料卫浴泵全球市占率约60%-70%，率先受益需求增长。按照IBISWorld数据，2013-2017年全球按摩浴缸市场对塑料卫浴泵的年均需求量约70万台、SPA水疗池20万台、泳池140万台，合计230万台。2013-2017年凌霄泵业的塑料卫浴泵平均营业收入约3.3亿元，按照单价300元/台计算，销量约110万台，市占率约50%。经过公司多年的产品研发和销售渠道拓展，我们认为现在凌霄泵业塑料卫浴泵的全球市占率约60%-70%，主要是因为：

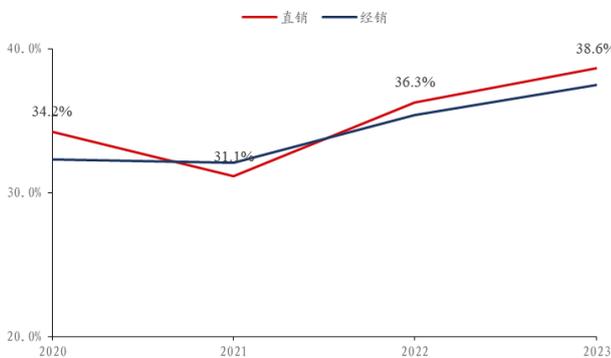
(1) 国外售价约是凌霄泵业的2-3倍，不具备价格优势：美国Aquaflo和美國Waterway是国外两大卫浴泵品牌，但是两者的生产成本较高，我们预计售价是凌霄泵业的2-3倍。由于国外产品不具备价格优势，凌霄泵业有望获得外溢订单。

(2) 国内凌霄泵业的离心泵年产能约 460 万台，具有规模和品牌优势：塑料卫浴泵单价不高，在终端产品的成本占比较低，约 6%（按摩浴缸约 1700 美元/套，一套配 2 个塑料卫浴泵），因此需要有足够的生产规模和品牌效应才能获得超额收益。首先，凌霄泵业拥有 30 多年的专业电机生产经验，2023 年各类型民用离心泵产能 460 万台，规模效应明显。其次，公司是全球知名企业的主要供应商，如美国 Sundance、美国 Masco、美国科勒（KOHLER）、法国 ACIS 等。规模效应和品牌优势有助于凌霄泵业稳固龙头厂商的客户粘性。

3.2 盈利：直销保持高毛利&极致的控费能力

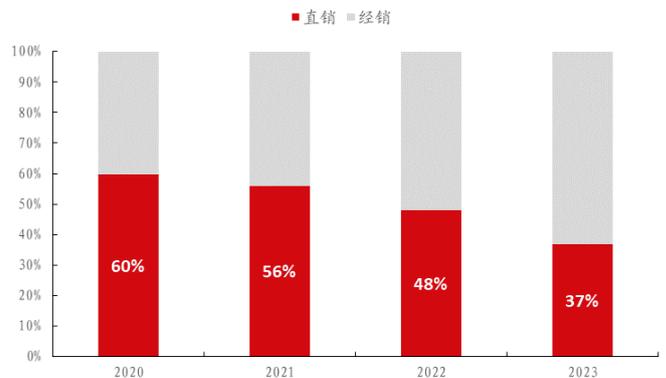
直销毛利率比经销高约 1%-2%，2024 年直销比例有望回升。公司产品的销售模式是以直销为主，经销为辅。整体而言，公司直销毛利率高于经销约 1%-2%，例如 2023 年分别为 38.6%、37.5%，而 2021 年直销毛利率比经销低（31.1%/32.1%）主要是因为原材料上涨导致直销的塑料卫浴泵毛利率降低为 28.1%。从营收比例来看，2021 年以前公司以直销为主，2021 年后因为海外库存消化尚未结束，出口的塑料卫浴泵大幅减少导致直销比例下降。我们认为 2024 年直销比例会随着国内外经济修复而回升，进一步提高公司毛利率。

图表28：直销毛利率一般高于经销 1%-2%



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表29：2024 年直销比例有望回升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

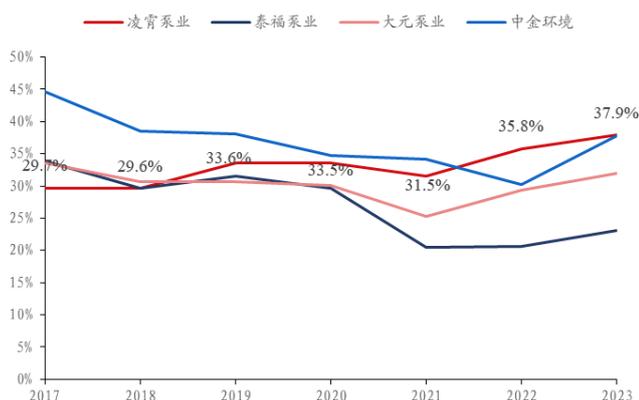
图表30：2016年公司直销模式的前五大客户

客户名称	销售产品类型	营收(亿元)	占营业收入比重
美国 Sundance Spas	塑料卫浴泵	0.42	5.18%
美国 Watkins Manufacturing Coporation	塑料卫浴泵	0.28	3.44%
广东爵仕泳池水疗设备有限公司	塑料卫浴泵及通用泵	0.16	1.99%
佛山科勒有限公司	塑料卫浴泵	0.12	1.50%
德国 Wilo	不锈钢泵	0.12	1.46%
合计		1.11	13.57%

资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

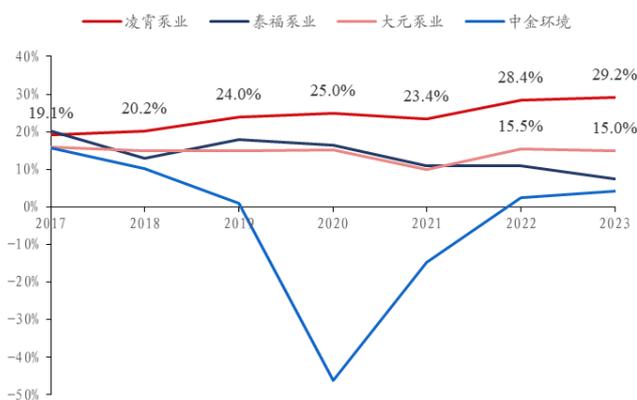
极致的控费能力使得公司净利率显著高于同行。2021-2023 年公司核心产品塑料卫浴泵的海外需求疲软，但公司却能实现毛利率/净利率的大幅提升，从 2021 年的 31.5%/23.4%提升到 2023 年的 37.9%/29.2%。与国内头部泵企业相比，公司毛利率处于中上水平，2022-2023 年领先行业，但整体分化不大。不同的是，公司净利率明显优于同行，2023 年的净利率（29.2%）相比于大元泵业（15.0%），几乎翻番。这主要是得益于凌霄泵业优秀的控费能力，2018-2023 年凌霄泵业人均创收/薪酬比远高于同行。例如，2023 年凌霄泵业人均创收约 130 万元/年，人均薪酬约 7.4 万元/年，人均创收薪酬比约 18 倍，远高于中金环境/大元泵业/泰福泵业的 5/5/7 倍。

图表31：泵业企业的毛利率分化不大



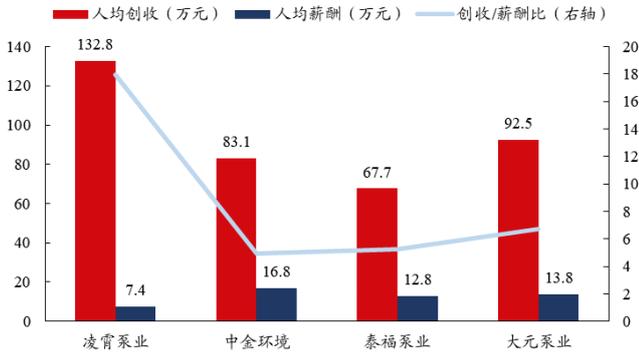
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表32：凌霄泵业净利率明显优于同行



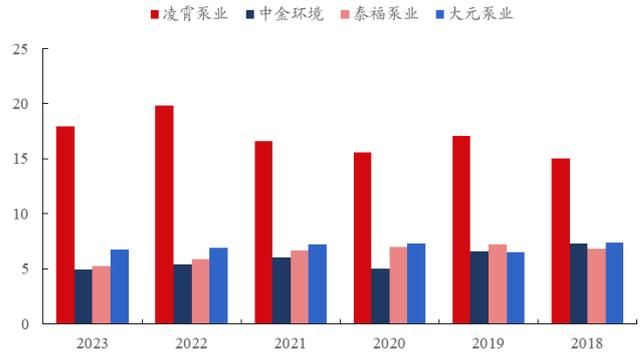
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表33：2023年凌霄人均创收/薪酬比远高于同行



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表34：2018-2023年人均创收/人均薪酬倍数



资料来源：Wind，国联证券研究所

3.3 分红：连续7年现金分红保持高股息

连续7年现金分红，2023年股息率为93.2%。公司上市以来连续7年实施现金分红，累计现金分红18.98亿元，近三年累计分红达10.73亿元。2021-2023年公司每股分别派发股利1/1/1元，股利支付率分别为74.0%/84.8%/93.2%，股息率分别为3.6%/6.0%/5.8%。

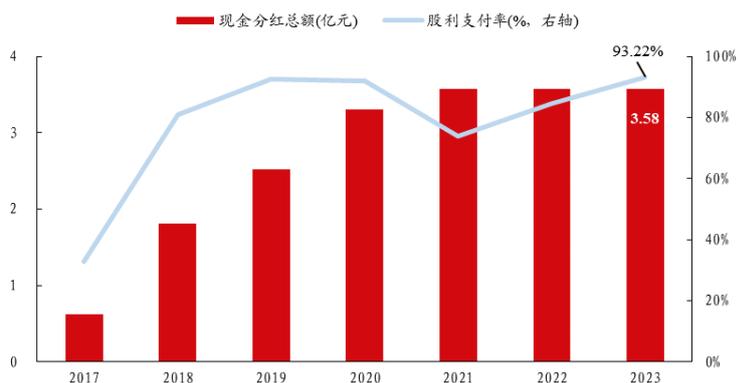
2024年股利支付率有望维持高位。公司资本开支主要是用于生产泵的设备 and 场地费用。目前公司各类型泵产能460万台套，未来五年民用离心泵年产能计划达到800万台套（实际产能会根据市场需求变化调整）。但是公司目前已经将800万台水泵生产能力的场地建成，后期只需要部分资金用于购买生产泵设备，无重大投资成本。根据《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》，上市公司属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%。因此我们认为2024年公司现金分红比例有望维持高位。

图表35：上市7年累计现金分红18.98亿元

年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	期末未分配利润(亿元)	股利支付率(%)	每股股利(元)	股息率(%)
2023	3.84	3.58	8.53	93.22	1	5.76
2022	4.22	3.58	8.65	84.77	1	6.02
2021	4.83	3.58	8.43	74.01	1	3.58
2020	3.58	3.30	7.38	92.1	1.3	5.44
2019	2.72	2.52	6.68	92.68	1	6.62
2018	2.23	1.81	5.99	80.94	1.5	7.24
2017	1.88	0.62	4.60	32.9	0.8	1.51
合计	23.3	18.98	50.2	78.66	1.1	5.17

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表36：2023年现金分红3.58亿元（股息支付率93.2%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

公司民用离心泵产品分为塑料卫浴泵、不锈钢泵和通用泵三个系列。

塑料卫浴泵：公司塑料卫浴泵是细分赛道的“隐形冠军”，2021年海外客户提前备货、超前消费使得公司当年塑料卫浴泵出口大幅增加，业绩实现高增；2022年上半年趋势依旧延续，于2022年下半年开始疲软。与此相似，2024年上半年处于美国地产恢复初期&库存被动去库末期，出口订单恢复增长；下半年有望迎来出口订单的大幅增长。因此我们认为2024年塑料卫浴泵营收水平接近2022年，因此假设2024-2026年塑料卫浴泵业务同比增速分别为35%/20%/10%。

不锈钢泵：2023年高毛利的不锈钢泵在国内的民用领域得到了更为广泛的应用，

营收 5.1 亿元，同比增长约 10%。我们认为在万亿国债和以旧换新政策下，不锈钢对铸铁泵的替换将是一个稳定增长且长期的过程。我们假设公司 2024-2026 年不锈钢泵业务增速 10%/10%/10%。

通用泵：公司通用泵主要在国内销售，且下游应用领域众多，跟国内整体经济形势相关。随着国内经济形势回升向好，我们假设公司 2024-2026 年通用泵业务增速 10%/10%/10%。

我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 15.8/18.1/19.9 亿元，分别同比增长 20%/15%/10%；归母净利润分别为 4.6/5.3/5.8 亿元，分别同比增长 20%/15%/10%。

图表37：公司营收测算汇总（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
公司整体						
营业收入	2,063	1,483	1,316	1,583	1,813	1,991
YOY	44%	-28%	-11%	20%	15%	10%
毛利率	31.5%	35.8%	37.9%	37.7%	37.7%	37.7%
塑料卫浴泵						
营业收入	1249	789	556	751	901	992
YOY	80%	-37%	-29%	35%	20%	10%
毛利率	28.1%	33.8%	38.1%	38.0%	38.0%	38.0%
不锈钢泵						
营业收入	507	459	507	558	614	675
YOY	16%	-9%	10%	10%	10%	10%
毛利率	33.9%	36.4%	38.2%	38.0%	38.0%	38.0%
通用泵						
营业收入	235	176	220	242	266	292
YOY	-14%	-25%	25%	10%	10%	10%
毛利率	27.5%	28.8%	30.3%	30.5%	31.0%	31.0%
其他业务						
营业收入	72	59	32	32	32	32
YOY	152%	-17%	-46%	0%	0%	0%
毛利率	86.5%	79.3%	81.6%	80.0%	80.0%	80.0%

资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

(1) 绝对估值法

假设无风险利率 R_f 为 10 年国债收益率，市场预期回报率为沪深 300 指数平均收益率，Beta 标的指数为上证综合指数，WACC 为 8.1%。假设第二阶段年数为 6 年，增长率 10%，永续增长率为 1.5%，对三个阶段进行折现估值。

图表38: FCFF 法参数假设

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.28%
市场预期回报率 Rm	6.64%
β 系数 (参考值)	0.9331
第二阶段增长年数	6
第二阶段增长率	10.00%
永续增长率	1.50%
有效税率 Tx	13.00%
税后债务资本成本 Kd	3.19%
债务资本比重 Wd	4.75%
股权资本成本 Ke	7.77%
WACC	8.1%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

根据 DCF 模型, 得到公司当前价值为 83 亿元, 对应股价 23.2 元/股。

图表39: FCFF 法估值表

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	822.88	9.91%
第二阶段	2,034.27	24.51%
第三阶段 (终值)	5,443.84	65.58%
企业价值 AEV	8,300.98	
加: 非核心资产	14.18	0.17%
减: 带息债务 (账面价值)	0.00	0.00%
减: 少数股东权益	0.00	0.00%
股权价值	8,315.17	100.17%
除: 总股本 (股)	357,682,509.00	
每股价值 (元)	23.25	

资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表40: FCFF 估值敏感性测试

敏感性测试结果	永续增长率											
	0.93%	1.02%	1.13%	1.24%	1.36%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	
WACC												
5.03%	40.43	41.18	42.05	43.07	44.25	45.66	47.33	49.35	51.82	54.91	58.86	
5.53%	35.69	36.27	36.93	37.69	38.58	39.62	40.85	42.32	44.09	46.26	48.97	
6.09%	31.56	32.00	32.50	33.08	33.75	34.52	35.43	36.51	37.79	39.34	41.23	
6.69%	27.94	28.28	28.66	29.10	29.60	30.18	30.86	31.65	32.59	33.70	35.05	
7.36%	24.76	25.02	25.31	25.64	26.02	26.46	26.96	27.55	28.24	29.05	30.01	
8.10%	21.96	22.16	22.38	22.63	22.92	23.25	23.62	24.06	24.57	25.16	25.86	
8.91%	19.49	19.64	19.81	20.00	20.22	20.46	20.75	21.07	21.44	21.88	22.39	
9.80%	17.31	17.42	17.55	17.69	17.86	18.04	18.25	18.49	18.77	19.09	19.46	
10.78%	15.38	15.46	15.56	15.67	15.79	15.93	16.09	16.26	16.47	16.70	16.98	
11.86%	13.66	13.73	13.80	13.88	13.97	14.08	14.19	14.33	14.48	14.65	14.85	
13.05%	12.14	12.19	12.25	12.31	12.38	12.45	12.54	12.64	12.75	12.88	13.02	

资料来源: Wind, 国联证券研究所

(2) 相对估值法

凌霄泵业 2024-2026 年的归母净利润为 4.6/5.3/5.8 亿元, 分别同比增长 20%/15%/10%, 对应当前股价 PE 分别为 15/13/12 倍。我们选取民用离心泵龙头企业作为可比公司, 2024-2026 年行业的 PE 均值 15/12/10 倍。考虑公司受益于美国地产

后周期和库存主动补库迹象，具有更高的估值溢价，我们认为可以给予公司 2024 年 18 倍估值，对应目标价 23 元/股。

图表41：水泵行业可比公司的平均估值水平

股票代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300145	中金环境	52	3	2.0	4.1	5.5	6.6	26	13	9	8
603757	大元泵业*	35	21	2.9	3.3	3.7	4.2	12	11	9	8
603699	纽威股份*	143	19	7.2	8.6	10.2	11.9	20	17	14	12
603915	国茂股份*	89	13	4.0	4.8	5.5	6.3	22	19	16	14
平均								20	15	12	10
002884	凌霄泵业	71	20	3.8	4.6	5.3	5.8	18	15	13	12

资料来源：Wind，国联证券研究所；带*数据来自Wind一致预期；收盘价取2024年6月12日收盘价

投资评级：我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 15.8/18.1/19.9 亿元，分别同比增长 20%/15%/10%；归母净利润分别为 4.6/5.3/5.8 亿元，分别同比增长 20%/15%/10%；EPS 分别为 1.3/1.5/1.6 元/股，3 年 CAGR 为 15%。鉴于公司受益于美国地产后周期和库存主动补库迹象，具有更高的估值溢价；绝对估值法测得每股价值 23.2 元。综合绝对估值和相对估值，给予公司 2024 年 18 倍 PE，对应目标价 23 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

(1) 泵类行业需求不及预期。宏观经济及制造业复苏不明显，导致通用机械泵类行业需求不及预期。

(2) 公司泵产能释放不及预期。受市场环境变化、疫情等问题影响，可能出现定增项目建设及投产不善、生产基地停工等问题，致使产能不达预期。

(3) 亏损业务收窄不及预期等。环保行业发展不及预期，公司“关停并转”等方式处置低效无效资产，实施不及预期等。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1149	1600	1502	1426	1370	营业收入	1483	1316	1583	1813	1991
应收账款+票据	109	156	155	177	195	营业成本	952	817	986	1129	1242
预付账款	28	21	32	37	41	营业税金及附加	13	12	12	14	15
存货	279	236	291	333	366	营业费用	16	21	11	11	10
其他	426	22	23	25	27	管理费用	78	68	66	73	78
流动资产合计	1990	2035	2003	2000	2000	财务费用	-41	-39	-5	-5	-5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	-1	-2	-2	-2
固定资产	307	294	324	395	446	公允价值变动收益	12	6	16	16	16
在建工程	2	22	61	50	50	投资净收益	1	1	1	1	1
无形资产	8	8	32	80	133	其他	9	1	3	3	3
其他非流动资产	41	27	52	52	57	营业利润	488	444	532	610	670
非流动资产合计	357	351	470	578	686	营业外净收益	-1	-1	-1	-1	-1
资产总计	2347	2386	2473	2577	2686	利润总额	487	444	531	610	669
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	65	60	69	79	87
应付账款+票据	48	54	56	64	71	净利润	422	384	462	530	582
其他	62	69	80	92	101	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	110	123	136	156	172	归属于母公司净利润	422	384	462	530	582
长期带息负债	0	0	0	0	0	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	27	24	24	24	24	成长能力					
非流动负债合计	27	24	24	24	24	营业收入	-28.09%	-11.32%	20.33%	14.54%	9.82%
负债合计	137	148	161	181	196	EBIT	-15.84%	-9.34%	30.01%	15.05%	9.92%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	-14.51%	-7.69%	27.70%	16.11%	10.79%
股本	358	358	358	358	358	归属于母公司净利润	-12.70%	-9.06%	20.37%	14.84%	9.80%
资本公积	688	688	688	688	688	获利能力					
留存收益	1165	1193	1267	1351	1445	毛利率	35.81%	37.91%	37.71%	37.72%	37.65%
股东权益合计	2210	2238	2312	2397	2490	净利率	28.44%	29.17%	29.18%	29.25%	29.25%
负债和股东权益总计	2347	2386	2473	2577	2686	ROE	19.09%	17.15%	19.98%	22.13%	23.39%
现金流量表						ROIC	33.68%	39.93%	54.04%	49.63%	46.00%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	422	384	462	530	582	资产负债率	5.84%	6.19%	6.50%	7.01%	7.30%
折旧摊销	27	32	31	42	52	流动比率	18.1	16.5	14.7	12.8	11.6
财务费用	-41	-39	-5	-5	-5	速动比率	15.2	14.3	12.2	10.3	9.2
存货减少(增加为“-”)	150	43	-55	-42	-33	营运能力					
营运资金变动	207	18	-53	-52	-41	应收账款周转率	13.7	8.4	10.2	10.2	10.2
其它	-134	-19	40	28	19	存货周转率	3.4	3.5	3.4	3.4	3.4
经营活动现金流	629	417	420	500	574	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	-63	-33	-150	-150	-160	每股指标(元)					
长期投资	636	72	0	0	0	每股收益	1.2	1.1	1.3	1.5	1.6
其他	22	22	15	15	15	每股经营现金流	1.8	1.2	1.2	1.4	1.6
投资活动现金流	595	61	-135	-135	-145	每股净资产	6.2	6.3	6.5	6.7	7.0
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	1	0	0	0	0	市盈率	16.7	18.4	15.3	13.3	12.1
其他	-354	-358	-383	-440	-484	市净率	3.2	3.2	3.1	2.9	2.8
筹资活动现金流	-354	-358	-383	-440	-484	EV/EBITDA	9.7	11.0	10.4	9.1	8.3
现金净增加额	871	121	-98	-76	-56	EV/EBIT	10.3	11.9	11.0	9.7	9.0

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年06月12日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼