

汉钟精机 (002158.SZ): 压缩机龙头有望受益设备更新

2024年7月11日

强烈推荐/首次

汉钟精机

公司报告

资本运作精准高效, 分红记录优秀。汉钟精机是国内压缩机领军企业, 公司自开创以来, 自始至终专注于螺杆、涡旋、离心压缩机的研发、制造、销售、以及整合其上下游产业链。公司历次资本运作均紧密围绕公司主营业务聚焦于上下游整合、关联交易的解决展开, 公司长期股权投资占比从2016年的0.19%提升至2023年的2.91%。公司对标的公司的并购估值进行了严格把控, 确保估值适中; 收购完成后标的公司表现良好, 进一步印证了公司在深厚技术积累基础上的资本运作的精准与高效。公司自上市以来, 坚持每年为股东分红, 2007年至2024年间累计分红率高达43.23%, 分红记录优秀。

公司真空泵营收占比持续提升, 差异化竞争优势凸显。公司真空泵营业收入占比从2016年的5.07%提升至2023年的42.63%。公司于2017年在真空泵市场取得突破, 直接面对下游应用客户, 品牌效应进一步加强。随着新产品成功拓展, 公司销售毛利率从2018年低点32.63%上升至2023年的40.32%, 净利率与毛利率同步。公司总资产周转率从2018年低点0.54上升至2023年的0.64, 净资产收益率从2017年低点6.80%逐年大幅增长至2023年的25.07%。真空泵产品的推出使得公司直接面向终端使用客户, 公司品牌影响力大幅提升, 差异化优势有望进一步凸显。

公司有望充分受益制冷设备更新。根据《制冷设备更新改造和回收利用实施指南(2023年版)》工作目标, 估计完成政策要求需要更新改造的工商业制冷设备约为3500万台(套), 仅政策推动下的更新替换带来的增量就超过了2021年高点全年销量2463万台, 更新替换带来的增量可期。公司在冷冻冷藏领域壁垒较高, 中央空调领域布局全变频产品, 在未来制冷剂涨价和节能降耗政策双重驱动下有望充分受益。

无油螺杆机渗透率和国产化率较低, 未来提升空间大。相较于欧美发达国家干式无油机占比达35%左右, 国内干式无油压缩机的渗透率仅1%左右, 提升空间巨大。公司为干式无油螺杆引入变频技术, 螺杆转子“锥形”设计, 小型干式旋齿技术, 无油涡旋技术等, 未来市场发展空间较大。

热泵市场高景气有望拉动公司业绩增长。财政部在2024年中央和地方预算草案的报告中提到, 中央财政大气污染防治资金安排340亿元, 在2022年大幅增长之后再次提高预算安排, 有望驱动热泵市场销量实现较高增速增长。公司压缩机业务营业收入增速与空气源热泵当年总体销量增速呈一定相关性, 热泵市场高景气有望拉动公司业绩增长。

公司盈利预测及投资评级:我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为9.64、11.48和13.26亿元, 对应EPS分别为1.8、2.15和2.48元。当前股价对应2024年PE值为9倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示:行业政策出现重大变化、下游需求不及预期、费用压降不及预期。

财务指标预测

公司简介:

上海汉钟精机股份有限公司主营业务为从事螺杆式压缩机应用技术的研制开发、生产销售及售后服务, 主要产品有商用中央空调压缩机、冷冻冷藏压缩机、热泵压缩机、空压产品、太阳能光伏真空泵、半导体行业真空泵。公司先后被评为国家重点新产品企业、中国机械工业质量诚信企业、品牌培育示范企业、中国外贸出口先导指数样本企业、工信部服务型制造示范项目、上海制造业企业100强、上海成长性企业50强、中国制造业上市公司价值创造500强, 树立公司在压缩机行业的良好信誉及品牌知名度, 进一步提升公司核心竞争力。

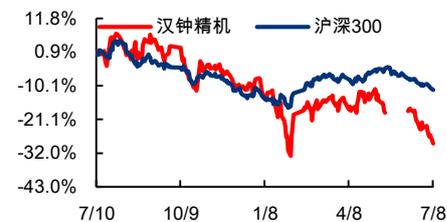
资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间(元)	25.82-15.55
总市值(亿元)	83.15
流通市值(亿元)	82.97
总股本/流通A股(万股)	53,472/53,472
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	2.1

资料来源: 恒生聚源, 东兴证券研究所

52周股价走势图



资料来源: 恒生聚源, 东兴证券研究所

分析师: 任天辉

010-66554037

renth@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480523020001

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,265.73	3,852.34	4,409.79	5,057.29	5,810.65
增长率 (%)	9.55%	17.96%	14.47%	14.68%	14.90%
归母净利润 (百万元)	644.38	865.03	963.79	1,147.53	1,325.53
增长率 (%)	32.32%	34.24%	11.42%	19.06%	15.51%
净资产收益率 (%)	21.09%	23.34%	22.36%	22.81%	22.62%
每股收益 (元)	1.21	1.62	1.80	2.15	2.48
PE	13.39	9.98	8.95	7.52	6.51
PB	2.82	2.33	2.00	1.72	1.47

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 技术底蕴深厚高筑壁垒	5
1.1 产品矩阵完善.....	5
1.2 品牌能力提升差异化优势凸显.....	6
1.3 公司技术壁垒主要为螺杆转子自主设计和批量生产能力.....	8
1.4 盈利能力提升 ROE 连年高增.....	9
2. 节能降耗为压缩机业务注入新动能	11
2.1 制冷设备更新改造带来增量市场.....	12
2.1.1 冷链物流打开中长期成长空间.....	13
2.1.2 新能效标准催化更新换代聚焦全变频和新冷媒.....	15
2.2 无油空压机渗透率提升空间大.....	17
2.3 热泵市场景气度有望提升.....	19
3. 盈利预测与投资评级	21
4. 风险提示	22
相关报告汇总.....	24

插图目录

图 1: 冰轮环境、汉钟精机销量.....	6
图 2: 冰轮环境、汉钟精机平均售价.....	6
图 3: 公司压缩机体产品.....	8
图 4: 公司真空泵产品.....	8
图 5: 汉钟精机资产构成.....	9
图 6: 汉钟精机营业收入构成.....	9
图 7: 汉钟精机营业收入及同比增速.....	10
图 8: 汉钟精机归母净利润及同比增速.....	10
图 9: 汉钟精机销售毛利率、净利率.....	10
图 10: 汉钟精机净资产收益率、总资产周转率.....	10
图 11: 汉钟精机零件及维修收入、占比.....	11
图 12: 汉钟精机零件及维修毛利率.....	11
图 13: 2014-2023 年中国制冷设备行业规模走势.....	12
图 14: 2024 年中国制冷设备市场规模同比增长率预测.....	12
图 15: 2016-2022 年中国家用制冷压缩机及工商制冷压缩机增速对比.....	12
图 16: 2021 年工商制冷压缩机应用细分结构.....	12
图 17: 2018-2023E 年冷链物流百强企业营收及占比.....	13
图 18: 2018-2023 年中国重点企业冷库容量预测趋势图.....	13
图 19: 冷链物流行业发展历程.....	14
图 20: 2022 年制冷压缩机细分产品销售指标对比 (万台).....	14
图 21: 汉钟精机 LT-S-L 系列宽温区单机双级压缩机与常规单级低温螺杆性能对比.....	14

图 22: GB 19577-2024	15
图 23: GB 19577-2015	15
图 24: 2018、2022 年中国中央空调细分产品变频结构对比（按内销额）	16
图 25: 2016-2024 年 HFC-32 制冷剂价格走势	16
图 26: 我国根据“议定书”的 HFC 淘汰时间轴	16
图 27: 喷油螺杆空压机和无油螺杆空压机的主要特点对比	17
图 28: 无油压缩机产品主要应用领域	17
图 29: 2016-2022 年中国螺杆式空压机销量预测	18
图 30: 不同流量下各类空压机组比功率	18
图 31: 1GJ 热量成本对比	19
图 32: 2019-2023 年空气源热泵市场规模	19
图 33: 汉钟精机压缩机业务营收增速和历年空气源热泵销量增速	19
图 34: 2013-2024 年中央财政大气污染防治资金（亿元）	19
图 35: 36 城市服务价格：管道天然气（民用）	20
图 36: 无烟煤 2 号、洗选块煤价格	20
图 37: 空气源热泵行业的集中度	20
图 38: 2023 年中国热泵企业销售规模占比概况	20

表格目录

表 1: 汉钟精机历史并购记录	5
表 2: 汉钟精机产品线	5
表 3: 压缩机行业 OBM、ODM 和 OEM 商业模式	6
表 4: 我国的螺杆主机转子型线设计历程	9
表 5: 加工精度对压缩机性能的影响	9
表 6: 业绩拆分表	21
附表: 公司盈利预测表	23

1. 技术底蕴深厚高筑壁垒

汉钟精机是国内压缩机领军企业。公司是全球少数专注于设计及制造螺杆式压缩机世界性制造服务供应商之一。经过多年的技术积累和经营发展，拥有国际先进生产设备和工艺、专业智能系统、精益的产品制造生产线及相关工艺流程。在各产品的结构设计、生产工艺上始终坚持自主创新，根据客户不同产品、规格、使用环境及产品特性等方面的要求，可进行生产工艺的柔性切换，进一步提升生产效率、降低生产成本。专业化的定位，有利于集中整合公司各方面资源，在研发、制造、销售、服务等环节保持竞争能力，从而提升公司整体竞争优势。

资本运作精准高效，分红记录优秀。公司自开创以来，自始至终专注于螺杆、涡旋、离心压缩机的研发、制造、销售、以及整合其上下游产业链。公司历次资本运作均紧密围绕公司主营业务聚焦于上下游整合、关联交易的解决展开，公司长期股权投资占比从 2016 年的 0.19% 提升至 2023 年的 2.91%。公司对标的公司的并购估值进行了严格把控，确保估值适中；收购完成后标的公司表现良好，进一步印证了公司在深厚技术积累基础上的资本运作的精准与高效。公司自上市以来，坚持每年为股东分红，2007 年至 2024 年间累计分红率高达 43.23%，分红记录优秀。

表1：汉钟精机历史并购记录

时间	交易金额（万元）	交易标的	交易目的	交易标的盈利状况	交易估值（倍）	业绩承诺
2024/4/27	1,148.90	杭州长河动力技术有限公司 6% 股权	产品线的扩充	2023 年净利润-242.47 万元， 营收同比+346.5%		
2023/7/28	6020	浙江科恩特电机科技有限公司 14% 股权	延展公司产品线	2022 年净利润 6,071 万元，23 年投资收益 586 万元	7.08	
2018/8/25	189119.14（新台幣）	汉钟精机股份有限公司（台湾新汉钟）92.71% 股权	解决关联交易	2016 年净利润新台幣 16968.6 万元	12.02	2016-2018 业绩全部达标
2017/8/5	2600	德耐尔节能科技(上海)股份有限公司 16.67% 股权	横向整合	2017 年扣非净利润 1741.11 万元	8.95	2017-2019 业绩全部达标
2016/6/21	1650	青岛世纪东元高新机电有限公司 52% 的股权	拓展国外市场	2014 年亏损 1425 万元，2023 年盈利 130.43 万元		

资料来源：同花顺，公司公告，东兴证券研究所

1.1 产品矩阵完善

围绕坚实技术基座全面拓展应用场景。汉钟精机目前是国内外压缩机厂家主要机体供应商，公司始终坚持以技术创新达到行业世界领先水平为战略目标，围绕螺杆、离心、涡旋等技术，不断拓展下游应用场景，横跨中央空调（热泵）、冷冻冷藏、空压机、真空泵、热泵，体现公司较强的产品研发能力和下游应用场景拓展能力。未来公司将进一步推进磁悬浮离心产品、气悬浮离心产品、氢燃料电池空压泵等产品的研发力度，加速新产品研发的效率及转产投放市场的能力。保持对市场发展的高度敏锐性，及时掌握和了解行业产品的技术变化及更新迭代，并快速响应至公司的技术研发，满足客户对技术的要求，提升公司产品竞争力。

表2：汉钟精机产品线

公司产品线

制冷产品	商用中央空调压缩机
	冷冻冷藏压缩机
热泵压缩机	工业热泵
	空气源热泵
空气压缩机	高压力空压机
	静音型无油涡旋机组
	离心式空压机
	无油螺杆空压机
真空产品	太阳能光伏
	锂电
	半导体

资料来源：公司公告，同花顺，东兴证券研究所

1.2 品牌能力提升差异化优势凸显

国内压缩机优势企业向 OBM 过渡。目前，我国空气压缩机和鼓风机行业形成三种主要经营模式，包括原始品牌制造商（OBM）、原始设计制造商（ODM）与原始设备制造商（OEM）三种模式。目前，国内具有丰富行业经验、具备产品自主开发能力的生产商已经实现了从 OEM 到 ODM 的转型；部分优势企业已开始向 OBM 方式过渡。冰轮环境是国内工商业制冷设备龙头，汉钟精机与冰轮环境下游应用领域有一定相似性，对比两家公司财务数据对理解汉钟精机盈利模式和展望未来发展有一定借鉴意义。

表3：压缩机行业 OBM、ODM 和 OEM 商业模式

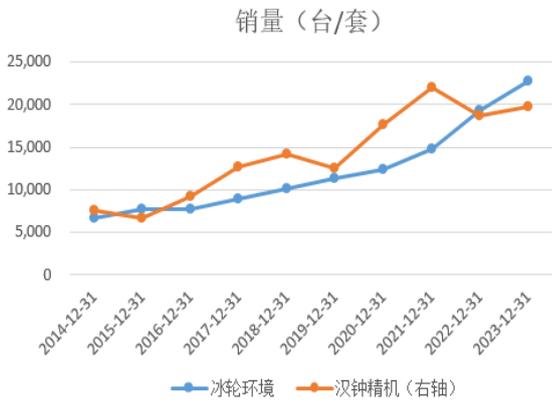
简称	释义	经营模式
OBM	原始品牌制造商	企业自行生产销售拥有自主品牌的产品。公司拥有自主知识产权，具备品牌优势，企业抵御风险能力较强，能获得较高的盈利水平，但对企业的设计研发能力以及销售渠道拓展要求较高。
ODM	原始设计制造商	企业自行开发和设计产品的结构、外观、工艺，产品开发完成后，供客户选择或根据其要求在设计上作出小的改动，企业根据客户选择后的订单情况进行生产，产品生产完成后以客户品牌或者白牌方式出售。
OEM	原始设备制造商	产品的结构、外观、工艺均由品牌商提供，企业根据品牌商订单情况进行生产，产品生产完成后以其品牌出售，即“代工生产”。

资料来源：鑫磊股份招股说明书，东兴证券研究所

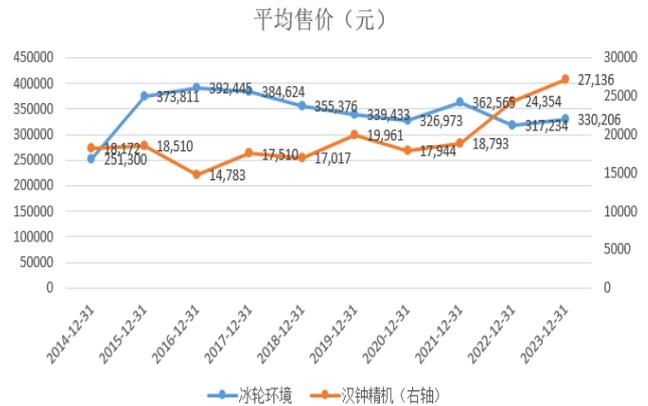
冰轮环境经营模式以 OBM 为主。冰轮环境经营模式以 OBM 为主，旗下拥有众多品牌。冰轮环境主营产品为覆盖-271℃--200℃温度区间、0Mpa--45Mpa 压力范围大型成套设备，其核心竞争壁垒在于其多年技术研发实力和项目经验积累，公司通过深度介入下游客户项目的新建及技改，提供完整的一体化解决方案，提高议价能力。冰轮环境设备年销售量从 2014 年的 6729 台/套增长至 2023 年的 22701 台/套，平均售价较为稳定，多年来围绕 35 万元上下波动。

图1：冰轮环境、汉钟精机销量

图2：冰轮环境、汉钟精机平均售价



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

汉钟精机结合了 **OBM、ODM 和 OEM 三种经营模式**。公司商业模式的核心壁垒在于精益生产的成本严格管控和产品线的持续拓宽。汉钟精机销量从 2014 年的 54479 台/套增长至 2023 年的 141950 台套, 平均售价从 2014 年的 18172 元稳步增长至 2023 年的 27136 元。2023 年汉钟精机销量约为冰轮环境的 6 倍, 冰轮环境平均售价约为汉钟精机的 12 倍。

- 汉钟精机目前是国内外压缩机厂家主要机体供应商, 其上市之初转子主要采购自母公司台湾汉钟, 商业模式以 **OEM** 为主。根据汉钟精机招股说明书, 台湾汉钟为保持与顿罕布什之间良好的客户关系, 除向其销售压缩机外, 也替顿罕布什代加工转子。为减少关联交易, 汉钟精机于 2018 年收购汉钟精机股份有限公司 (即台湾新汉钟) 的股权。
- 根据其 2014 年 9 月非公开发行预案公告, 拟投资项目建成后将生产螺杆式压缩机的关键零部件转子、壳体, 在既有转子自动化加工生产线基础上增加相应的自动化加工设备, 增加转子自制化比例, 减少外购转子费用。产能完全释放后, 年产转子设备 39,840 对, 壳体产量计划与转子设备产能相对应, 自此公司逐步向 **ODM** 转型。
- 公司生产的压缩机机体主要配套压缩机组, 产品界面不直接面向终端使用客户, 其商业模式主要为 **OEM** 或 **ODM**。2016 年公司推出的真空泵产品界面直接面向下游应用客户, 公司 **LOGO** 在醒目位置, 商业模式向 **OBM** 升级, 品牌效应得到加强。

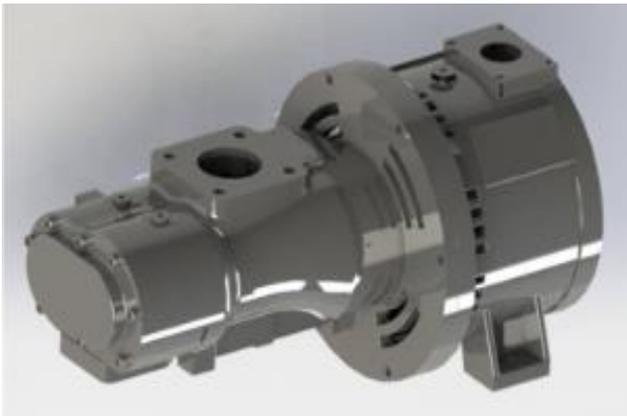
通过对比冰轮环境和汉钟精机的商业模式和销量及售价, 相较于冰轮环境以大项目经验和综合解决方案为主要竞争力的商业模式, 汉钟精机由于产量较大, 更受益于规模效应带来的成本摊薄。公司在产品种类持续扩展和生产规模持续扩张的同时, 保持了产品销售价格的稳定上涨, 体现了较强的差异化经营能力。以直接面向下游客户的真空泵市场成功突破为标志, 公司品牌效应进一步提升。

螺杆真空泵转子高度定制化带来差异化盈利空间。螺杆转子加工制造成本约占整个螺杆泵总成本的一半。螺杆真空泵结构只需改变螺杆转子的导程变化规律即可改变被抽气体在泵内的热力过程, 相比之下, 多级罗茨泵、爪式泵等结构需要同时改变泵的转子和定子的结构尺寸, 加工变化量和制造成本都将大幅增加。同时, 螺杆泵设计者可根据对气体容积变化规律反推螺杆转子的型线构成和螺旋导程设计, 进而进行工艺整体的热力学优化, 由此得到最适合该工艺过程的螺杆转子结构。随着下游工艺迭代更新速度的加快, 传统的依赖于

通用螺杆定型批量生产的制造模式越来越难以满足定制化、小批量、多品种的变螺距转子的市场需求。只有基于热力学理论的 CAD 计算技术和数控机床 CAM 加工手段的技术支撑,才使得形态各异的专属变螺距螺杆转子能够低成本、方便快捷地加工出来。未来只有拥有螺杆转子自主设计能力的企业才能在产品快速更新迭代、面向下游客户定制化生产和低成本批量生产之间找到平衡点,进而打开盈利空间。

真空泵国产替代市场空间广阔。根据公司机构调研信息,公司真空产品可用于光伏、锂电、半导体、医药化工等行业。目前用于光伏行业的比较多,主要用在光伏行业中的拉晶和电池片环节。在电池片环节,公司真空泵目前泵主要应用于 PERC 工艺环节。在 TOPCon、HJT 工艺技术环节,也已在配合测试推广使用。公司设计研发了 PMF、IPM 和 IPH 三个系列的真空泵用于半导体行业,可以覆盖半导体晶圆制造过程中从清洁至严苛的所有制程使用。在半导体行业,公司与国内部分机台商、晶圆厂已有合作,目前有一定的小批量出货。根据华经情报网测算,从硅片真空泵市场需求来看,2022/2023 年全球硅片环节真空泵市场将达 13.3/14.2 亿元,其中新增装机市场 10.5/10.4 亿元,维修市场 2.8/3.8 亿元;从电池片真空泵市场需求来看,2022/2023 年电池片环节真空泵市场将达 13.8/12.5 亿元,其中新增装机市场 8.7/5.3 亿元,维修市场 5.1/7.2 亿元,维修和替换需求将贡献更多市场增量。根据《中国通用机械工业年鉴 2021》在日本,半导体行业已全部用干式真空泵代替油封式机械泵,欧美半导体行业 45%以上用干式真空泵代替了油封式机械泵,大大提高了产品的性能和质量。据统计,目前国产干泵的应用还不足 1%,国内半导体工业用的干泵全部从国外进口,其价格十分昂贵。作为真空技术重要应用领域,半导体产业市场占真空技术应用市场总额的 50%以上。目前国内市场超过 90%的半导体真空设备都依赖进口,尤其是前道工艺过程光刻、刻蚀、离子注入、薄膜沉积等关键工艺设备几乎被国外产品垄断。真空设备行业亟需突破技术瓶颈,快速缩小与国外水平的差距。根据华经情报网测算,从市场空间来看,2022 年全球半导体用干式真空泵市场将达 196.4 亿元,同比增长 9.3%。

图3: 公司压缩机体产品



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图4: 公司真空泵产品



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

1.3 公司技术壁垒主要为螺杆转子自主设计和批量生产能力

螺杆式压缩机(泵)转子性能影响绝大部分主机指标。螺杆机体是螺杆机的核心部件,而机体的核心部件是转子,转子线型设计复杂,加工精度要求高,是制造工艺中的瓶颈。目前,我国的螺杆主机转子型线设计已发展到第三代。目前世界上公认效率较高的型线有 KASSER 公司的 Sigma 型线、GHH 公司的 CF 型线、日立公司的 56U 型线等。而我国国内螺杆式压缩机生产厂家大都采用标准型线——非对称圆弧摆线齿型。公司拥有的新型 5:6 非对称转子齿型,属业界公认的最先进的第三代齿型,已在多个国家申请了专利保护,采用该齿型的产品,性能达到世界先进水平。

表4: 我国的螺杆主机转子型线设计历程

型线阶段	型线名称	优点	缺点
第一代	对称圆弧型线	易于设计、制造及测量	齿间容积泄露较多
第二代	不对称型线	泄露三角形面积较小, 性能较高	仍有齿间容积泄露
第三代	新型不对称型线	密封效果更好, 利于形成润滑油膜和减少齿间摩擦	设计及加工复杂

资料来源: 鑫磊股份招股说明书, 东兴证券研究所

高精度加工设备和长期生产经验积累构成批量生产壁垒。压缩机转子是负责在转动过程中完成气体压缩的核心零件, 气体通过转子与转子、转子与壳体间的间隙从高压侧向低压侧流动, 因此形成了螺杆压缩机的内泄漏。内泄漏会直接和间接增加压缩过程的功耗, 因此减少内泄漏, 是提升机头效率的一个重要因素, 而转子的加工精度提升可大幅度减少泄漏量。转子加工主要决定螺杆转子的齿面和端面精度, 齿面精度决定了转子的啮合性能, 端面精度决定了转子的定位精确性, 直接影响螺杆主机的效率、噪声和可靠性。转子的加工工艺对转子的质量有重大影响, 需要企业长期的生产经验积累和昂贵的专用设备。转子的加工设备主要是精密磨床、铣床和高精度三坐标测量仪等。例如根据汉钟精机招股说明书, 公司早期采购德国 KAPP 齿型研磨机可满足干式机械真空泵转子的精密研磨要求; 鑫磊股份招股说明书提到, 鑫磊股份引进了 MAZAK 数控机床、KAPP 转子磨床加工中心、德国 LEITIZ 三坐标测量仪、ABB 机器人等先进生产和检测设备, 进而保障其规模化生产优势。

表5: 加工精度对压缩机性能的影响

级数	单级	单级	二级
加工精度 (mm)	一般	改进	一般
转子下偏差 (mm)	-0.046	-0.029	-0.046
最大当量孔径	8.8	6.6	8.8
泄漏量 (m ³ /min)	5.7	3.2	4.1
百分比 (%)	100%	57%	71%

资料来源: 压缩机网, 阿特拉斯·科普柯, 东兴证券研究所

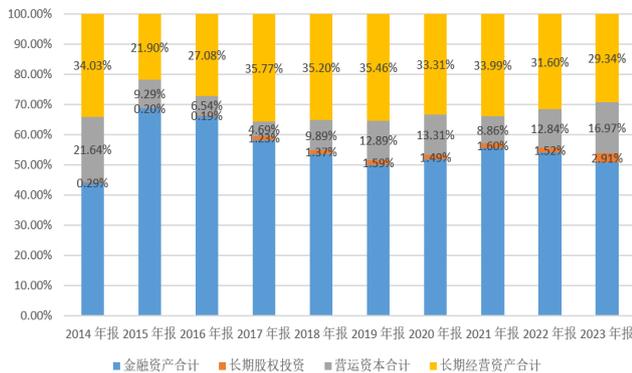
1.4 盈利能力提升 ROE 连年高增

2016 年公司新产品真空泵取得突破, 营收占比持续提升。公司真空泵营业收入占比从 2016 年的 5.07% 提升至 2023 年的 42.63%。与此同时公司长期经营资产占比稳步下降, 从 2017 年高点 35.77% 下降至 2023 年的 29.34%。真空泵和压缩机 75% 的减速传动装置的零部件是相同的, 两者从产线、渠道、售后等方面具有较强协同效应, 因此不同的定制化产品的生产可以不用对生产做出大的调整和更改, 保持了较高的经营效率。公司以深厚的技术积累为基座, 新产品成功突破的同时保持了资产端结构的合理优化, 体现公司较强的管理能力。

图5: 汉钟精机资产构成

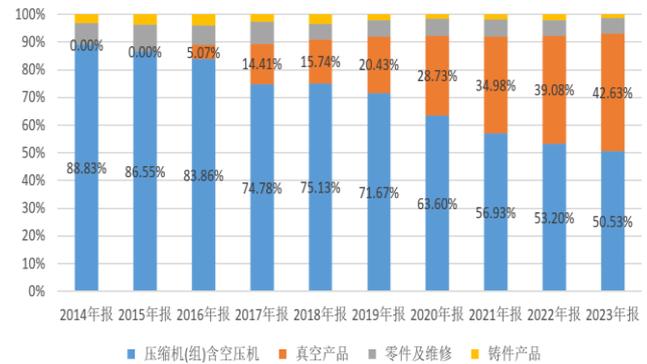
图6: 汉钟精机营业收入构成

资产构成



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

营业收入构成 (%)



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

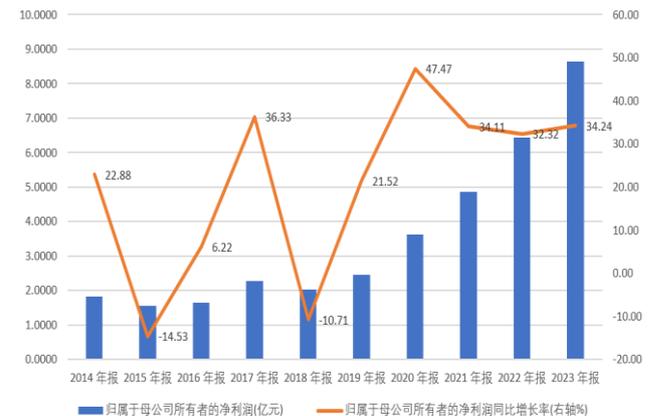
利润增速高于收入增速。公司营收和净利润历年同比增速虽然波动较大, 但除个别年份外基本保持正增长。增长驱动因素一方面源于竞争力较强的真空泵产品填补了市场空白带来较高的毛利率。另一方面公司对产能较好的利用匹配放大了规模效应带来了较强的经营杠杆效应。虽然公司业绩随下游市场景气度呈现一定波动性, 但公司完善的产品布局和深厚的技术积累, 为公司的市场拓展提供了深度与广度, 行业低谷期公司通过调整产品组合穿越周期; 行业景气度提升时期, 公司通过经营杠杆提高利润弹性。

图7: 汉钟精机营业收入及同比增速



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图8: 汉钟精机归母净利润及同比增速



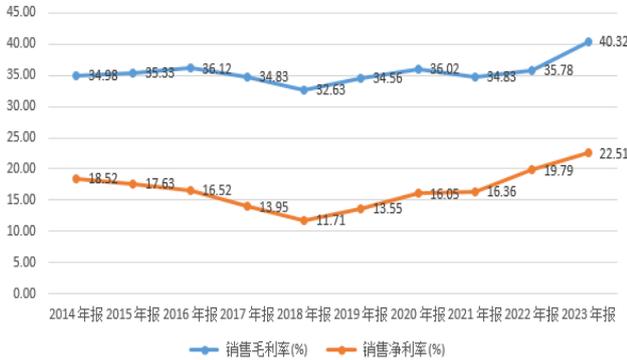
资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

ROE 持续走高, 差异化竞争优势凸显。随着新产品成功拓展, 公司销售毛利率从 2018 年低点 32.63% 上升至 2023 年的 40.32%, 净利率与毛利率同步。公司总资产周转率从 2018 年低点 0.54 上升至 2023 年的 0.64, 净资产收益率从 2017 年低点 6.80% 逐年大幅增长至 2023 年的 25.07%。真空泵产品的推出使得公司直接向终端使用客户, 公司品牌影响力大幅提升, 差异化优势有望进一步凸显。

图9: 汉钟精机销售毛利率、净利率

图10: 汉钟精机净资产收益率、总资产周转率

销售毛利率、净利率 (%)



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

净资产收益率、总资产周转率



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

后市场有望成为利润重要来源。随着公司差异化产品销售占比的提升, 售后服务板块市场的开拓对于客户粘性重要性日益提升。公司售后服务部利用信息化系统, 明确各项服务 KPI 指标与提供各项服务数据来落实绩效管理。同时在南京、济南、广州、重庆、银川、西安、新疆、沈阳等多地建立服务网点, 提供给客户最有力的服务保障。未来公司在服务品牌实施战略下, 为客户提供更优质与前瞻性服务。鉴于我国压缩机和真空泵市场仍由 ODM 和 OEM 商业模式主导, 售后服务的竞争主要来自于第三方服务商和其他设备提供商, 竞争格局十分分散, 服务同质化程度较高。公司 OBM 产品真空泵成规模销售之前, 售后服务收入波动较大。随着公司自有品牌真空泵销售占比的提升, 和售后服务网络的持续完善, 公司零件及维修营收占比波动性下降, 基本稳定在 5.5% 左右, 零件及维修毛利率呈上行走势, 保持在 40% 左右。未来随着公司例如半导体真空泵等高壁垒差异化竞争优势较强的产品占比提升, 后市场有望成为利润重要来源。

图11: 汉钟精机零件及维修收入、占比



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图12: 汉钟精机零件及维修毛利率



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

2. 节能降耗为压缩机业务注入新动能

降低能耗一直是汉钟精机产品发展的方向。公司压缩机产品线在冷冻冷藏、热泵、中央空调、空压机这几大重要领域持续不断地推出节能型产品。

2.1 制冷设备更新改造带来增量市场

工商业制冷设备十年复合增速均快于整个制冷产业的发展。根据产业在线数据，我国制冷设备 2014-2023 年间半数以上年份均实现正增长，十年复合增速为 3.8%，2023 年我国制冷设备市场规模同比上涨 6.3%，行业发展韧性较强。其中 2021 年我国制冷设备行业规模突破 2300 亿元，达到近年来峰值。制冷设备行业细分市场来看，2023 年家用制冷设备规模为 1540 亿元，以 68% 的份额占据市场主导地位；其次是商用制冷设备，2023 年市场占比为 28%；工业制冷设备份额则为 4%。整体来看，工商业制冷设备十年复合增速均快于整个制冷产业的发展。

图13：2014-2023 年中国制冷设备行业规模走势



资料来源：公众号冷链产业圈，产业在线，东兴证券研究所

图14：2024 年中国制冷设备市场规模同比增长率预测



资料来源：公众号冷链产业圈，产业在线，东兴证券研究所

工商业制冷设备政策推动下的更新替换增量可期。从销量看，2021 年工商用制冷压缩机 2463 万台，其中全封活塞压缩机以 97% 的份额占据绝对的主导地位，2021 年销售规模达到 2379 万台，涡旋压缩机销售为 33 万台，转子压缩机销售规模为 31 万台，半封活塞压缩机销售规模为 18 万台，螺杆压缩机销售规模最小，为 3 万台。根据《制冷设备更新改造和回收利用实施指南》(2023 年版)，2023 年我国在运制冷设备保有量约 11.5 亿台 (套)，估计工商业用制冷空调设备、冷链制冷设备等保有量约 4 亿台 (套)，其中能效低于能效二级水平的产品占比约为 30%。根据《制冷设备更新改造和回收利用实施指南 (2023 年版)》工作目标，到 2025 年，在运行工商业制冷设备中，能效达到节能水平及以上的高效节能产品占比分别达到 40%，当年新生产高效节能工商业制冷设备占比达到 55%。考虑每年新增高效节能制冷设备占比增加，估计完成政策要求需要更新改造的工商业制冷设备约为 3500 万台 (套)，仅政策推动下的更新替换带来的增量就超过了 2021 年高点全年销量 2463 万台，更新替换带来的增量可期。

图15：2016-2022 年中国家用制冷压缩机及工商制冷压缩机增速对比

图16：2021 年工商制冷压缩机应用细分结构



资料来源: 公众号冷链产业圈, 产业在线, 东兴证券研究所



资料来源: 公众号冷链产业圈, 产业在线, 东兴证券研究所

2.1.1 冷链物流打开中长期成长空间

行业门槛提升, 市场集中度提升。根据中冷联盟 2022 版《全国冷链物流企业分布图》统计数据, 2018 年至 2022 年, 我国冷库容量从 4307 万吨增长至 5686 万吨, 中商产业研究院预计 2023 年我国冷库容量将达到 6095 万吨, 冷库容量持续增长带动制冷设备需求。2024 年 7 月 2 日, 由中国物流与采购联合会团体标准化技术委员会组织的《冷库低碳评价指标》通过审查, 力争到 2025 年国内冷库减碳约 20%并持续降低, 到 2030 年降碳约 70%, 该标准的制定将引导企业采用节能设备, 有效提升行业准入门槛。从冷链物流市场参与主体来看, 2018 年我国百强冷链物流企业营收占比仅 13.79%左右, 2023 年国家“百强企业”的规模已达到近 20%的水平, 预计未来市场集中度将持续提升。冷链物流企业经过近年来的整合市场集中度不断提升, 未来高标冷库占比的持续提升也对设备供应商的资质和技术水平提出更高要求。近年来本土压缩机厂商技术实力不断突破, 未来技术和工艺领先的龙头企业将在本轮制冷设备更新换代周期中上顶下沉, 加速提升市场份额, 伴随低端产品的出清, 行业高端产品占比的提升也将驱动行业龙头盈利能力大幅提升。

图17: 2018-2023E 年冷链物流百强企业营收及占比



资料来源: 中商产业研究院, 东兴证券研究所

图18: 2018-2023 年中国重点企业冷库容量预测趋势图



资料来源: 中冷联盟, 中商情报网, 东兴证券研究所

国产螺杆压缩机逐步替代活塞压缩机。相比传统的活塞式压缩机，在相同工况下，螺杆式压缩机能节省15%~20%的能耗。且螺杆压缩机稳定可靠，螺杆式压缩机仅转子作回转运动，没有摩擦零件，没有吸排气阀门等设计，适合24小时不停运转，在如医院、工厂、大楼、大型公共建筑等应用领域可降低空调的运行成本。据瑞典STAL公司统计：螺杆式制冷压缩机的零件数仅为活塞式的1/10；在3000小时运转期间，螺杆式的故障为活塞式的1/10；在12000小时运转期间，螺杆式的故障为活塞式的1/4，振幅为活塞式的1/5。根据产业在线数据，2022年国内市场螺杆式压缩机销量为3万台（备注：数据仅指冷冻冷藏场景用半封闭螺杆式压缩机，不含开启式螺杆压缩机，按表观消费量，即内销+进口，单位万台），同比增长7.6%，是2022年制冷压缩机中唯一增长的压缩机品类，从更长时间跨度来看，十年来螺杆式压缩机的规模持续扩张，十年复合增长率为20.3%，在制冷压缩机细分品类中保持了较高复合增速。

图19：冷链物流行业发展历程

图20：2022年制冷压缩机细分产品销售指标对比（万台）

2021年细分类型商用冷冻压缩机TOP3企业份额对比
(按表观消费量)

压缩机类型	重点企业	TOP3 份额
全封活塞压缩机	KK、丹佛斯、泰康、恩布拉科等	94%
转子压缩机	博阳、海立、中航机电三洋、凌达、庆安等	87%
涡旋压缩机	艾默生、丹佛斯、英华特、松下等	92%
半封活塞压缩机	比泽尔、雪鹰、松下、雪人股份等	50%
螺杆压缩机	比泽尔、汉钟精机、复盛、雪人股份等	74%



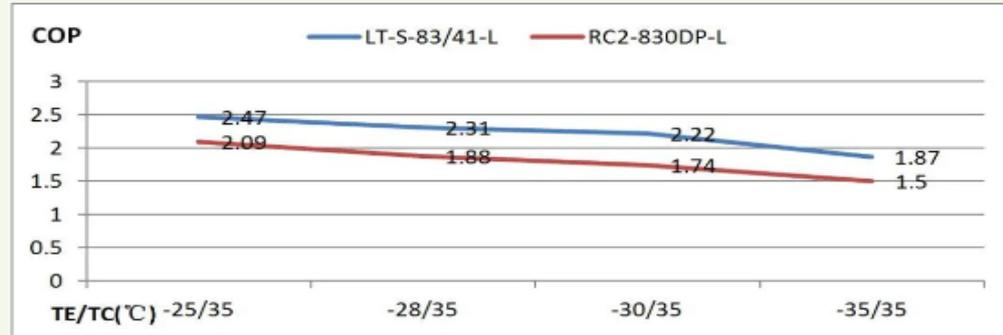
资料来源：华经产业研究院，东兴证券研究所

资料来源：《2022年中国商用冷冻压缩机行业年度报告》——产业在线，东兴证券研究所

冷冻螺杆压缩机市场集中度高，产品高筑壁垒。从企业竞争格局来看，商用冷冻压缩机竞争格局总体相对稳定，集中度较高，体现较强的行业壁垒。其中，半封活塞压缩机生产企业多，竞争压力大，TOP3企业的市场份额只有50%，而螺杆压缩机生产企业TOP3企业集中度达到74%。汉钟精机基于多年来经验积累持续推出新产品抢占市场，目前汉钟精机在冷冻冷藏市场推出的LT-S-L系列宽温区单机双级压缩机相较于传统低温单级螺杆机，具有更为宽广的运行范围，蒸发温度-10℃即可满载运行，全面覆盖传统低温单级螺杆运行范围，满足冷冻库、无预冷的速冻库、速冻隧道以及工业制冷的应用需求。在-18~-25℃冷冻库（冻结物冷藏库）应用中较市场主流低温单级螺杆运行能效提升20%~30%，系统运行稳定，施工简单，公司在冷冻冷藏市场持续高筑壁垒，未来随着在冷冻领域螺杆压缩机对活塞压缩机的持续替代，为公司提供扎实的增长基本盘。

图21：汉钟精机LT-S-L系列宽温区单机双级压缩机与常规单级低温螺杆性能对比

LT-S-L系列宽温区单机双级压缩机与常规单级低温螺杆性能对比如下:



资料来源: 汉钟精机公众号, 东兴证券研究所

2.1.2 新能效标准催化更新换代聚焦全变频和新冷媒

2025年新实施的能效标准有望催化中央空调更新换代需求。2024年4月29日国家标准《热泵和冷水机组能效限定值及能效等级》(标准号 GB 19577-2024) 正式发布, 标准自2025年2月1日起实施。该标准的实施将全部替代 GB 19577-2015《冷水机组能效限定值及能效等级》。对比 GB 19577-2024 和 GB 19577-2015 名义制冷量 1163kw 以上的水冷式机组能效标准, 一级能效标准提升了近 50% (能效指标 IPLV 从 8.1 提升至 12)。根据产业在线, 我国空调产量占全球总产量的 80% 以上。此外, 上一个空调销售高峰出现在 2010-2014 年, 按空调使用寿命 10 年来算, 未来两年空调市场将进入更新换代的高峰期。2025 年新实施的能效标准有望催化中央空调更新换代需求。

图22: 热泵和冷水机组能效限定值及能效等级 GB 19577-2024

表 1 蒸气压缩循环冷水(热泵)机组能效等级指标(一)

机组类型	名义制冷量(CC) kW	能效等级					
		1级	2级	3级			
产品标准	型式	CSPF/IPLV/ACCOP*	CSPF/IPLV/ACCOP*	CSPF/IPLV/ACCOP*	COP		
GB/T 18430.1, GB/T 18430.2	舒适型	水冷式	CC≤300	6.00	5.60	5.20	4.20
			300<CC≤528	7.80	7.20	5.70	5.00
			528<CC≤1163	8.10	7.50	6.20	5.40
		CC>1163	8.50	8.10	6.30	5.60	
		风冷式	CC≤50	4.50	4.0	3.50	2.70
			CC>50	4.30	3.85	3.30	2.80
	蒸发冷却式		CC≤300	5.40	5.00	4.40	4.00
		CC>300	5.80	5.40	5.10	4.60	
		数据中心专用型	水冷式	CC≤528	8.20	7.50	6.80
	528<CC≤1163			10.00	8.00	7.40	6.50
	CC>1163		12.00	10.00	8.00	7.00	
	风冷式	—	6.80	5.80	4.80	3.00	

* 执行 GB/T 18430.1 和 GB/T 18430.2 的水冷式舒适型、蒸发冷却式舒适型机组的能效指标为 IPLV, 风冷式舒适型机组的能效指标为 CSPF, 数据中心专用型机组的能效指标为 ACCOP。

资料来源: 国家标准化管理委员会, 东兴证券研究所

图23: 冷水机组能效限定值及能效等级 GB 19577-2015

表 1 能效等级指标(一)

类型	名义制冷量(CC) kW	能效等级			
		1 (IPLV) W/W	2 (IPLV) W/W	3 (COP) W/W (IPLV) W/W	
风冷式或蒸发冷却式	CC≤50	3.80	3.60	2.50	2.80
	CC>50	4.00	3.70	2.70	2.90
水冷式	CC≤528	7.20	6.30	4.20	5.00
	528<CC≤1163	7.50	7.00	4.70	5.50
	CC>1163	8.10	7.60	5.20	5.90

表 2 能效等级指标(二)

类型	名义制冷量(CC) kW	能效等级			
		1 (COP) W/W	2 (COP) W/W	3 (COP) W/W (IPLV) W/W	
风冷式或蒸发冷却式	CC≤50	3.20	3.00	2.50	2.80
	CC>50	3.40	3.20	2.70	2.90
水冷式	CC≤528	5.60	5.30	4.20	5.00
	528<CC≤1163	6.00	5.60	4.70	5.50
	CC>1163	6.30	5.80	5.20	5.90

资料来源: 国家标准化管理委员会, 东兴证券研究所

大型冷水机组变频化已经成为产品发展的必然趋势。传统的中大型定频制冷压缩机在实际运转时, 大部分时间处于部分负载状态, 与满负载运转时相比, 效率偏低。而变频技术在制冷压缩机的运用, 将克服部分负载运转时效率低的缺点, 大幅降低能耗吗, 具备广阔的发展前景。离心机、螺杆机主要应用于冷量较大、要求

严格的商业及工业场景，在项目节能要求的逐步提升与新型节能技术的加快发展下，大型冷水机组变频化已经成为产品发展的必然趋势。根据产业在线数据，2022年中央空调市场仍有近247亿元的定速空调产品需求，占到国内总体市场21.4%的份额，其中螺杆机变频占比2018年为10.7%，到2022年占比16.9%，提升空间依然较大。公司推出的RE-VI系列变频压缩机，采用高效变频电机、可变内容积比等高效先进技术，可满足GB19577以及ASHRAE90.1的一级能效要求，竞争优势凸显，在新版空调能效标准实施催化下，公司全变频产品布局有望持续提升市场份额。

图24：2018、2022年中国中央空调细分产品变频结构对比（按内销额）



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

制冷剂迎新一轮涨价潮倒逼设备更新升级。根据各国2016年10月达成的《蒙特利尔议定书》基加利修正案》，三代制冷剂产品将于2024年起开始实施配额制。我国生态环境部2023年11月6日要求，各企业应在2023年11月24日截止日前提交各自配额申请。配额政策落地，令制冷剂行业供应收紧，供应缺口预期会逐步扩大，驱动制冷剂迎新一轮涨价潮，实行配额逐步退出市场的制冷剂由于产能受限，价格大幅上涨，驱动压缩机厂商推出暂时不受配额政策影响价格较低的新冷媒压缩机迎合市场对性价比的需求。2023年公司推出环保R507冷媒，安装费用和后期维护成本更低；目前公司RC2-E系列压缩机专门针对R134a等低GWP环保冷媒而设计，具有良好性价比；高效RE系列压缩机采用新一代齿型结构设计，针对R134a等低GWP环保冷媒开发；2023年公司开发无油磁悬浮离心机产品系列和拓展型号规格，并完成了应用新型环保冷媒R1234ze的验证。公司积极布局新一代环保冷媒适配产品，有望充分受益于制冷剂涨价潮下的设备更新需求。

图25：2016-2024年HFC-32制冷剂价格走势

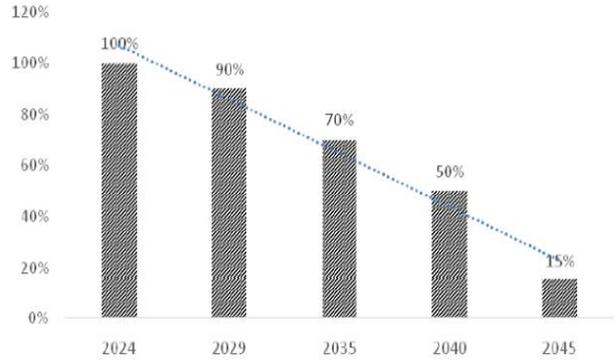
图26：我国根据“议定书”的HFC淘汰时间轴

2016-2024年HFC-32制冷剂价格走势



资料来源: 天津市制冷设备行业协会, 产业在线, 东兴证券研究所

我国根据“议定书”的HFC淘汰时间表



资料来源: 公众号暖通建筑, BSRIA, 东兴证券研究所

2.2 无油空压机渗透率提升空间大

政策引导高效空压机更新替换。2024 年中央大规模设备更新政策框架下, 各地政府出台引导和推动空压机行业向高效、节能和环保方向发展政策, 例如根据《宁波市空压机能效提升专项资金管理办法》, 对 2023 年到 2025 年期间更换高效空压机、新建或改造高效节能压缩空气站和改用管道集中供气项目进行补助。财政补助总额原则上不超过新购空压机设备金额的 15%。对于新建或改造压缩空气站, 需达到一级能效, 按照压缩空气站额定功率不高于 300 元/千瓦予以一次性补助。

螺杆空压机替换活塞式空间巨大。根据《中国通用机械工业年鉴 (2021)》, 2020 年一般动力用容积式空压机产量为 260.75 万台, 其中, 各类螺杆空压机产量为 52.73 万台, 微小型活塞式空压机产量为 207 万台。据此测算 2020 年螺杆空压机产量占比为 20.22%。前瞻产业研究院《2013-2017 年中国空气压缩机行业产销需求预测与转型升级分析报告》资料显示, 西方发达国家螺杆空压机市场占有率为 80%左右, 日本螺杆压缩机 1976 年占 27%, 1985 年上升到 85%, 未来我国的活塞式压缩机被替代的力度将会持续加大。

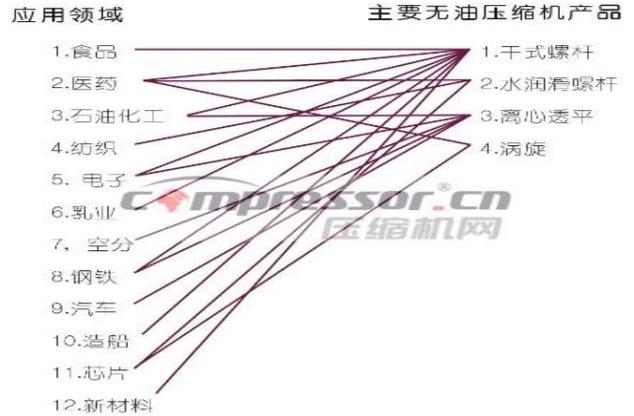
无油螺杆空压机能耗低, 用于清洁度要求严苛工况。按照气体在压缩过程中是否与油接触, 螺杆空压机可以分为喷油螺杆空压机和无油螺杆空压机。无油螺杆空压机在压缩空气过程中不需要使用润滑油, 采用高效节能的设计, 能够在不降低工作效率的情况下, 减少能源消耗和成本, 提高生产效率。无油螺杆机压缩后的气体不含油, 气体洁净度更高, 可以满足食品、医疗、电子、半导体等对空气洁净度有严苛要求行业的需求。如在食品饮料行业中, 需要利用压缩空气来控制装填、包装和装瓶自动化生产线中的阀门和制动装置, 粉状物质的输送、鼓风、通风、发酵、冷却和喷洒等也都需要完全纯净的压缩空气, 近期在诸如 LCD 面板、锂电池、太阳能、医用设备等新兴行业也快速发展。

图27: 喷油螺杆空压机和无油螺杆空压机的主要特点对比

图28: 无油压缩机产品主要应用领域

项目	喷油螺杆空压机	无油螺杆空压机
提供的压缩空气情况	提供的压缩空气含有微量的油	提供完全无油的压缩空气
构造	需配置油气分离装置	无油气分离装置
制造成本	制造精度较低, 制造成本低(无同步齿轮、无油封、无气封、壳体无夹层等)	制造精度高, 制造成本高(有同步齿轮、有油封、有气封、带壳体夹层等)
运行成本	运行成本高, 需要定期更换油气分离芯、压缩机油等	运行成本低
排气压力	排气压力大于无油螺杆空压机	没有工作介质油, 缺少对转子的润滑和冷却, 排气压力小于喷油螺杆空压机

资料来源: 东亚机械招股说明书, 东兴证券研究所



资料来源: 压缩机网, 东兴证券研究所

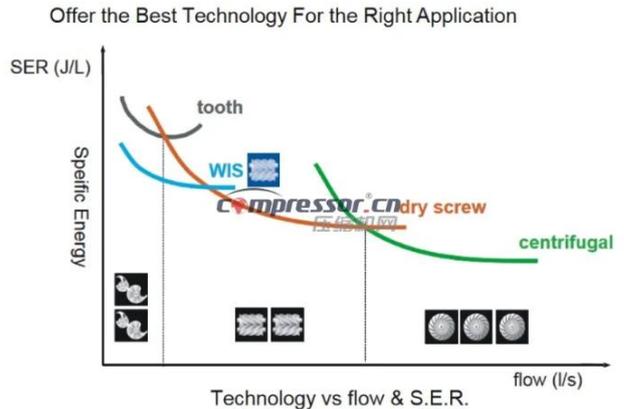
中大型空压机热销带动无油螺杆机销量高增。无油螺杆机在无油螺杆空压机包括干式无油螺杆空压机、水润滑无油螺杆机。新出现的水润滑无油双螺杆压缩机, 在小型范围内效率远远优于干式无油螺杆压缩机, 而在中、大型无油压缩机范围内两级干式螺杆的优势明显。从市场结构来看, 90kW 以上中大型空压机主要受地方重大项目以及长建设周期行业和新兴行业投资驱动, 根据压缩机网发布的《2023 年度压缩机市场调研分析》, 预计全行业 90kW 及以上的中大型空压机销量 2023 年实际增长幅度在 15%左右, 而小型空压机多用于靠近消费市场的应用场景, 受宏观经济景气度影响较大, 近年来市场行情低迷。而干式螺杆空压机在中大型空压机范围内的能效优势也带动其销量保持较高增长。

图29: 2016-2022年中国螺杆式空压机销量预测



资料来源: 天津铭森环保设备有限公司公众号, 中商情报网, 东兴证券研究所

图30: 不同流量下各类空压机组比功率



资料来源: 压缩机网, 《国内外水润滑无油螺杆压缩机现状及展望》-叶春, 东兴证券研究所

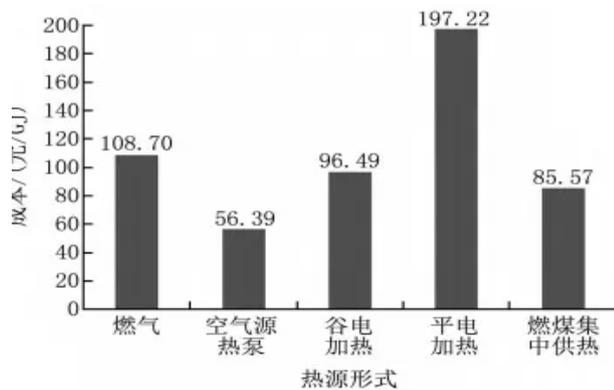
无油螺杆机渗透率和国产化率较低, 未来提升空间大。根据《压缩机》定向调研, 2023 年干式无油螺杆空压机在整个行业的销量约为 5000 台, 预计干式无油螺杆空压机行业整体销量增幅在 20%~25%, 以 2022 年中国螺杆式空压机销量 56.5 万台测算, 干式无油螺杆空压机渗透率不足 1%, 相较于欧美发达国家干式无油机占比达 35%左右, 国内干式无油压缩机的渗透率提升空间巨大。国内市场阿特拉斯、英格索兰两家市场份额占比超过 70%, 占据绝对优势, 国产干式压缩机占比不超 5%, 国产替代也具有较大空间。汉钟精机近年

来通过代理国际品牌的无油空压机在电子半导体、医药生物、化工、汽车、食品、纺织等产业进行深入推广应用，培育了广泛的客户群体。公司自 2022 年推出自制品牌的无油螺杆空压机组，公司在 2023 年上半年开发出静音型无油涡旋机组，未来有望充分受益渗透率提升和国产替代。

2.3 热泵市场景气度有望提升

空气源热泵采暖成本、环保优势显著。空气源热泵从环境中空气中吸取热量后，经压缩机升压升温，在通过冷凝器向室内释放热量，实现采暖功能。在此过程中只需付出维持循环的少量电能即可实现数倍热能的放大，制热效率高，可节省大量能源，运行成本优势明显，仅为其他供暖方式的一半。同时，相比北方传统烧煤采暖等方式，清洁环保的优势显著。热泵市场的兴起受益于政策的推动，在“双碳”政策推动下，国内热泵市场也呈现稳步增长态势，据产业在线数据，2023 年空气源热泵销售规模约 303 亿元，同比增长 13.2%，预计 2024 年该市场规模或将维持上涨达 308 亿元。

图31：1GJ 热量成本对比



资料来源：《暖通空调》-《空气源热泵供暖系统能效分析及系统配置探讨》-作者：（青岛腾远设计事务所有限公司）吴东兴，邓宫昊；（山东东方新能源集团有限公司）王金雄，CHPlaza 清洁供热平台公众号，东兴证券研究所

图32：2019-2023 年空气源热泵市场规模

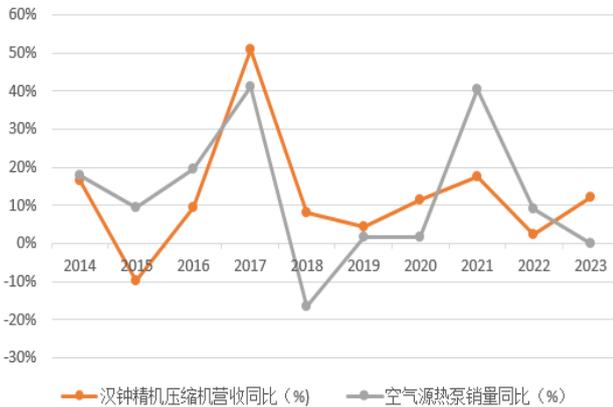


资料来源：产业在线，东兴证券研究所

热泵销量有望随煤改电政策补贴再上台阶。回溯我国热泵销量，出现过两次高点，一次在 2017 年，同比增长 41.26%；另一次在 2021 年，同比增长 40.28%。与之相对应，“煤改电”政策补贴在 2017 年和 2021 年均大幅上涨。财政部在 2024 年中央和地方预算草案的报告中提到，中央财政大气污染防治资金安排 340 亿元，在 2022 年大幅增长之后再次提高预算安排，有望驱动热泵市场销量实现较高增速增长。2024 年 1-5 月热泵销量同比增长-12.15%、-19.08%、-10.98%、2.62%、9.03%，5 月新增政府债融资 1.23 万亿，同比增加 6682 亿，下半年随着专项债发行使用进度加快，热泵销量全年有望呈前低后高走势。公司压缩机业务营业收入 2017 年和 2021 年同比增长 50.76%和 17.46%，营收增速走势与国内空气源热泵当年总体销量增速呈一定相关性，热泵市场高景气有望拉动公司业绩增长。

图33：汉钟精机压缩机业务营收增速和历年空气源热泵销量增速

图34：2013-2024 年中央财政大气污染防治资金（亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所



资料来源：财政部官网，东兴证券研究所

煤炭及天然气价格的上涨亦驱动空气源热泵购置意愿。2024年以来，天然气及煤炭等传统取暖的能源价格上涨较大，考虑到热泵运行成本低、清洁安全的优点，消费者自发购置意愿依然较强。

图35：36城市服务价格：管道天然气（民用）

图36：无烟煤2号、洗选块煤价格



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

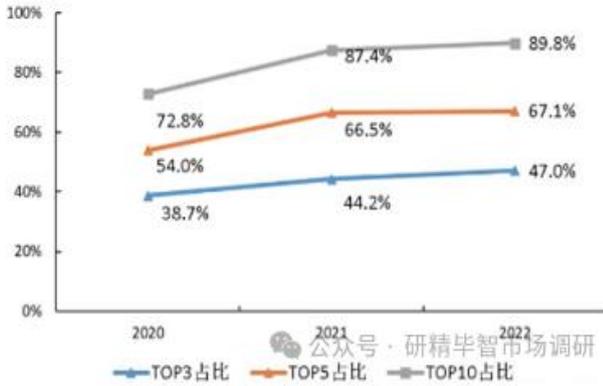


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

热泵市场集中度提升。2017年煤改电红利催生大量中小品牌进入市场，随后市场在高基数下持续低迷，期间一方面热泵市场经过培育期逐步成熟，消费者对热泵品牌、能耗和安全性的要求不断提高。龙头企业在产品功能、品牌、渠道和资金上的优势不断凸显，市场集中度快速提升。根据市场调研数据分析，从2022年我国空气源热泵行业的集中度变化来看，市场进一步向头部企业集中。2022年行业前三(TOP3)、前五(TOP5)和前十(TOP10)企业的市场占有率较2020年均有所提升，其中前三企业所占比例增幅最为明显，比2021年增加了2.8个百分点。CR5由2020年的54%提升至2022年的67%。尽管如此，2023年热泵市场销售收入10亿元以上企业占比仅为1.5%，未来热泵市场集中度依然有较大提升空间。

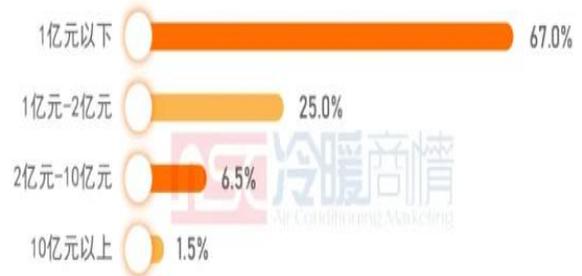
图37：空气源热泵行业的集中度

图38：2023年中国热泵企业销售规模占比概况



资料来源: 研精毕智市场调研公众号, 东兴证券研究所

2023年中国热泵企业销售规模占比概况



资料来源: 冷暖商情公众号, 东兴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

核心假设: 假设压缩机(组)营业收入保持2024~2026年保持10%增长, 毛利率与2023年持平; 真空产品营业收入2024~2026年保持20%增长, 毛利率与2023年持平; 零件及维修营收保持15%增长, 毛利率与2023年持平; 铸件产品营收保持5%增长, 毛利率与2023年持平。

表6: 业绩拆分表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入合计(百万元)	2,981.16	3,265.73	3,852.34	4,409.79	5,057.29	5,810.65
同比(%)	31.20%	9.55%	17.96%	14.47%	14.68%	14.90%
毛利率(%)	34.83%	35.78%	40.32%	40.63%	40.93%	41.24%
压缩机(组)营业收入(百万元)	1697.28	1737.34	1946.58	2141.24	2355.37	2590.90
同比(%)	17.45%	2.36%	12.04%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	30.14%	31.43%	34.31%	34.31%	34.31%	34.31%
真空产品(百万元)	1042.70	1276.32	1642.23	1970.68	2364.81	2837.77
同比(%)	59.71%	22.41%	28.67%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	43%	43%	48%	48%	48%	48%
零件及维修营收(百万元)	183.34	185.26	211.72	243.48	280.00	322.00
同比(%)	34.89%	1.05%	14.28%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率(%)	40.97%	39.19%	43.61%	43.61%	43.61%	43.61%
铸件产品营收(百万元)	57.85	66.81	51.81	54.40	57.12	59.97
同比(%)	50.76%	15.50%	-22.45%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	3.26%	8.72%	12.89%	12.89%	12.89%	12.89%

资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

公司盈利预测及投资评级: 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 9.64、11.48 和 13.26 亿元, 对应 EPS 分别为 1.8、2.15 和 2.48 元。当前股价对应 2024 年 PE 值分别为 9 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

行业政策出现重大变化、下游需求不及预期、费用压降不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	4,071	4,792	4,712	5,787	7,028	营业收入	3,266	3,852	4,410	5,057	5,811
货币资金	1,412	1,447	1,446	2,161	2,984	营业成本	2,097	2,299	2,618	2,987	3,415
应收账款	936	1,205	1,165	1,336	1,536	营业税金及附加	15	21	19	24	29
其他应收款	12	8	13	14	17	营业费用	155	199	220	252	293
预付款项	14	22	23	27	31	管理费用	132	142	182	200	228
存货	902	1,193	1,155	1,318	1,506	财务费用	-43	2	22	1	-6
其他流动资产	796	917	910	931	955	研发费用	172	213	250	277	323
非流动资产合计	1,472	1,793	1,639	1,464	1,281	资产减值损失	-8	-30	-17	-20	-22
长期股权投资	62	138	138	138	138	公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
固定资产	880	1,139	983	834	689	投资净收益	34	48	39	39	39
无形资产	122	561	467	374	280	加:其他收益	18	31	21	21	21
其他非流动资产	200	334	333	332	331	营业利润	770	1,020	1,131	1,346	1,555
资产总计	5,544	6,585	6,351	7,251	8,309	营业外收入	1	0	0	0	0
流动负债合计	2,219	2,553	1,789	2,041	2,335	营业外支出	3	10	5	5	5
短期借款	775	747	0	0	0	利润总额	768	1,009	1,127	1,342	1,550
应付账款	1,006	1,190	1,226	1,398	1,598	所得税	122	142	161	192	222
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	646	867	966	1,150	1,329
一年内到期的非流动负债	438	615	563	643	737	少数股东损益	2	2	2	3	3
非流动负债合计	251	306	229	155	84	归属母公司净利润	644	865	964	1,148	1,326
长期借款	191	575	575	575	575	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	2,470	2,859	2,018	2,196	2,419	成长能力					
少数股东权益	18	20	23	25	28	营业收入增长	10%	18%	14%	15%	15%
实收资本(或股本)	535	535	535	535	535	营业利润增长	37%	32%	11%	19%	15%
资本公积	443	443	443	443	443	归属于母公司净利润增长	32%	34%	11%	19%	16%
未分配利润	2,078	2,729	3,333	4,053	4,884	获利能力					
归属母公司股东权益合计	3,056	3,706	4,310	5,030	5,861	毛利率(%)	36%	40%	41%	41%	41%
负债和所有者权益	5,544	6,585	6,351	7,251	8,309	净利率(%)	20%	23%	22%	23%	23%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
经营活动现金流	494	767	1,229	1,229	1,387	偿债能力					
净利润	646	867	966	1,150	1,329	资产负债率(%)	45%	43%	32%	30%	29%
折旧摊销	108	116	209	215	218	流动比率	1.83	1.88	2.63	2.84	3.01
财务费用	-43	2	22	1	-6	速动比率	1.37	1.34	1.90	2.10	2.27
应收帐款减少	-359	-270	40	-171	-199	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.59	0.58	0.69	0.70	0.70
投资活动现金流	-9	-483	-25	-10	-5	应收账款周转率	3.58	3.24	3.86	3.86	3.86
公允价值变动收益	0	1	2	3	4	应付账款周转率	3.03	2.60	2.97	2.97	2.97
长期投资减少	-508	479	-338	0	0	每股指标(元)					
投资收益	34	48	39	39	39	每股收益(最新摊薄)	1.21	1.62	1.80	2.15	2.48
筹资活动现金流	-77	-77	-77	-77	-77	每股净现金流(最新摊薄)	0.68	1.04	0.58	2.03	2.33
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.71	6.93	8.06	9.41	10.96
长期借款增加	-21	67	-76	-75	-70	估值比率					
普通股增加	0	0	70	0	0	P/E	13.39	9.98	8.95	7.52	6.51
资本公积增加	1	0	0	0	0	P/B	2.82	2.33	2.00	1.72	1.47
现金净增加额	304	-351	-14	717	107	EV/EBITDA	14.42	9.68	5.06	3.95	3.03

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	康斯特 (300445.SZ): 高端检测仪器仪表龙头有望迎来 ROE 拐点	2024-01-25
行业深度报告	周期底部孕育新动能——机械行业 2024 年投资展望	2023-11-22
行业深度报告	机械: 9 月制造业 PMI 重回扩张区间, 布局先进生产力——2023 年四季度投资策略	2023-10-13
公司深度报告	工控龙头平台级价值凸显——汇川技术 (300124) 深度报告	2023-09-26
行业深度报告	机械行业 2023 年中期策略: 四主线把握机械行业投资机会	2023-07-12
行业深度报告	机械行业 2023 年半年度展望: 四主线把握机械行业投资机会	2023-07-05
公司深度报告	金橙子(688291)激光振镜控制系统领先企业加速布局未来	2023-05-23
公司深度报告	海油工程(600583)海工龙头成本优势显著	2023-04-17
行业深度报告	机械行业报告: 超额收益视角下的五轴联动数控机床	2023-03-17

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015年加入东兴证券，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526