

## 凌霄泵业 (002884.SZ)

## 出口链核心景气标的，北美补库叠加降息驱动成长

2024年10月24日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

孟鹏飞（分析师）

张健（分析师）

mengpengfei@kysec.cn

zhangjian1@kysec.cn

证书编号：S0790522060001

证书编号：S0790524060001

日期	2024/10/23
当前股价(元)	20.69
一年最高最低(元)	23.30/15.41
总市值(亿元)	74.00
流通市值(亿元)	56.49
总股本(亿股)	3.58
流通股本(亿股)	2.73
近3个月换手率(%)	50.65

### ● 塑料卫浴泵行业龙头，行稳致远

公司是塑料卫浴泵行业龙头，产品包括塑料卫浴泵、不锈钢泵、通用泵。塑料卫浴泵出口美国、欧洲等，北美降息叠加补库，出口有望保持增长。不锈钢泵方面，国内水利基建叠加设备更新，驱动不锈钢泵加速替换铸铁泵，公司为国内不锈钢泵第一梯队，有望受益。我们预计公司2024-2026年实现归母净利润4.44/5.08/5.84亿元，EPS分别为1.24/1.42/1.63元/股，当前股价对应PE分别为16.7/14.6/12.7倍，公司2024年估值低于行业可比公司平均水平。鉴于公司为出口链核心景气标的，分红率高，产能扩张有保障，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 塑料卫浴泵：北美补库叠加降息周期开启，出口拐点向上

公司是塑料卫浴泵头部品牌，2024H1塑料卫浴泵收入占比近一半，包括浴缸泵、SPA泵、泳池泵，以出口北美、欧洲为主，直接出口占比近70%。2021年受海运运费涨价及疫情因素，海外客户补库需求强烈，带动塑料卫浴泵收入高增。经过2022-2023年库存消耗，目前海外库存已处于低位，补库需求强，2024H1塑料卫浴泵收入增长35%，重回高速增长。此外，2024年9月美联储开启降息通道，塑料卫浴泵作为地产后周期产品也有望受益，出口有望迎来拐点。

### ● 不锈钢泵：受益于水利基建与设备更新，有望加快替代铸铁泵

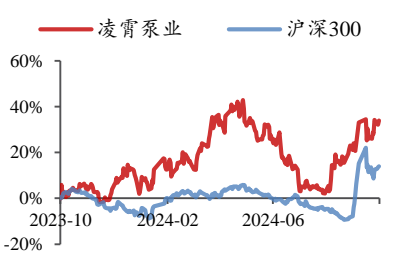
位于国内不锈钢泵第一梯队，产品广泛用于管道供水、工业用水、空调系统、净水设备等。2014-2024年收入由1.87亿元提升至5.07亿元，CAGR为12%。不锈钢泵对比传统铸铁泵省电10%-20%，但成本贵20%-30%，万亿水利国债催化&设备更新政策驱动，加速不锈钢泵对铸铁泵更新替代，公司有望持续受益。

### ● 高分红凸显长期投资价值，产能规划构建发展保障

上市以来连续7年实施现金分红，累计分红19亿元，2023年分红3.6亿元，股利支付率93.2%，股息率5.8%，高分红彰显长期投资价值。此外，2021年规划未来五年离心泵产能800万套，目前场地已建成，可快速响应市场拓张需求。

### ● 风险提示：美国地产复苏不及预期；美国关税风险；国内复苏不及预期。

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,483	1,316	1,557	1,822	2,035
YOY(%)	-28.1	-11.3	18.4	17.0	11.6
归母净利润(百万元)	422	384	444	508	584
YOY(%)	-12.7	-9.1	15.6	14.6	15.0
毛利率(%)	35.8	37.9	35.4	36.3	37.1
净利率(%)	28.4	29.2	28.5	27.9	28.7
ROE(%)	19.1	17.1	19.1	20.8	21.9
EPS(摊薄/元)	1.18	1.07	1.24	1.42	1.63
P/E(倍)	17.5	19.3	16.7	14.6	12.7
P/B(倍)	3.3	3.3	3.2	3.0	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 内容目录

1、塑料卫浴泵行业龙头，行稳致远 .....	4
1.1、产品覆盖塑料泵、不锈钢泵和通用泵三大类 .....	4
1.2、海外收入占比超一半，塑料泵出口高增拉动增长 .....	6
1.3、盈利水平领先同业，控费能力强 .....	7
1.4、上市后保持高比例现金分红，长期投资价值凸显 .....	8
1.5、产能扩张有保障，可快速响应市场需求 .....	8
2、塑料卫浴泵：受益于北美地产后周期，出口拐点有望向上 .....	9
2.1、泵是第二大通用设备，具备千亿市场规模 .....	9
2.2、塑料卫浴泵属于地产后周期产品，受益于北美补库&降息周期开启 .....	12
2.3、公司塑料卫浴泵深度绑定大客户，市场竞争力强 .....	16
3、不锈钢泵：静待内需复苏，看好国产替代与集中度提升 .....	18
3.1、万亿水利国债催化&设备更新，不锈钢泵有望加快替换铸铁泵 .....	18
3.2、国产替代叠加行业集中度提升，国内水泵龙头企业有望受益 .....	20
3.3、公司不锈钢离心泵内销为主，增长态势良好 .....	22
4、盈利预测与投资建议 .....	23
4.1、假设及财务预测 .....	23
4.2、估值水平与投资建议 .....	24
5、风险提示 .....	25
附：财务预测摘要 .....	26

## 图表目录

图 1：泵业龙头，发展历史悠久 .....	4
图 2：公司实际控制人合计持股 46.54% .....	5
图 3：2024H1 公司营收同比增长 24% .....	6
图 4：2024H1 公司归母净利润同比增长 21% .....	6
图 5：2024H1 公司塑料卫浴泵产品占比 50% .....	6
图 6：公司塑料卫浴泵与不锈钢泵产品毛利率较高 .....	6
图 7：2024H1 公司海外收入占比为 57% .....	7
图 8：公司海外毛利率大于中国大陆毛利率 .....	7
图 9：公司毛利率水平同业凸显（单位：%） .....	7
图 10：公司净利率水平位于同行业第一位（单位：%） .....	7
图 11：公司销售费用率显著低于同行业（单位：%） .....	8
图 12：公司管理费用率显著低于同行业（单位：%） .....	8
图 13：2021 年公司规划未来五年离心泵产能将达到 800 万台 .....	9
图 14：离心泵基于叶轮转动产生的离心力工作，扬程高 .....	10
图 15：离心泵结构包括电机、泵体、法兰、密封件等 .....	10
图 16：离心泵下游主要包括能源化工、电力等 .....	11
图 17：预计 2024 年全球水泵行业市场规模 4665 亿元 .....	12
图 18：预计 2024 年中国水泵行业市场规模为 2500 亿元 .....	12
图 19：塑料卫浴泵产品包括浴缸泵、SPA 泵、泳池泵等 .....	12
图 20：2022 年欧美占全球水疗按摩浴缸比例合计 76% .....	13

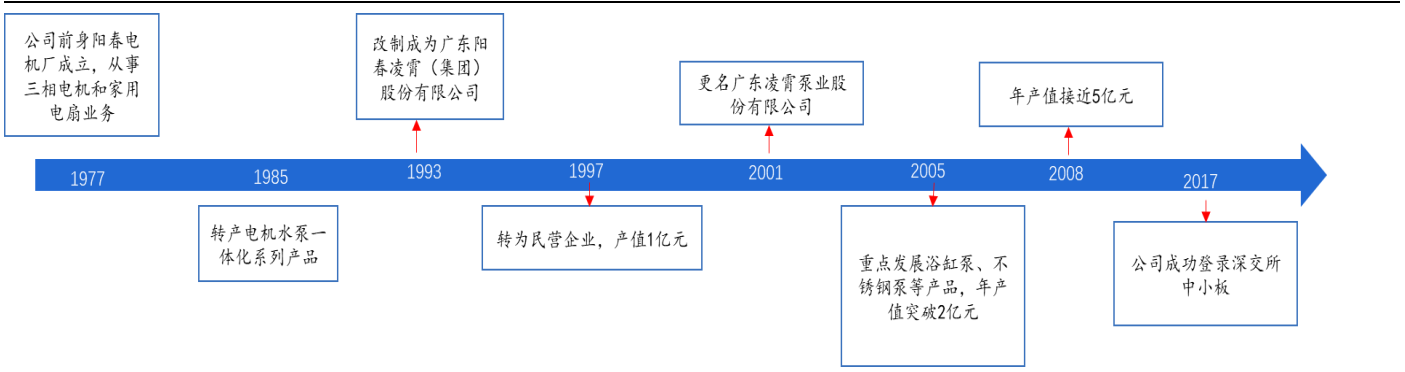
图 21: 2021 年欧美占全球存量泳池数量比例为 62.8%.....	13
图 22: 预计 2024 年全球 SPA 浴缸销售规模 19.77 亿美元 (yoy+1.99%) .....	13
图 23: 全球泳池保有量保持不断增长态势.....	13
图 24: 美国住房销量与贷款利率呈现负相关关系.....	14
图 25: 美国整体或已进入主动补库周期 .....	14
图 26: 美国建筑材料正由被动去库向主动补库转变.....	15
图 27: 中国出口美国家具用品处于回升态势.....	15
图 28: 2024 年 1-7 月我国离心泵出口数量 yoy+16%.....	16
图 29: 2024 年 1-7 月我国离心泵出口金额 yoy+10%.....	16
图 30: 全球水疗按摩浴缸以海外企业为主.....	16
图 31: 2024H1 公司塑料卫浴泵收入同比增长 35% .....	17
图 32: 2024H1 公司塑料卫浴泵产品毛利率达到 36.63% .....	17
图 33: 2024 年 1-8 月我国完成水利基建投资 8019.4 亿元 (yoy+10.7%) .....	19
图 34: 城市泵站以潜水泵为主 .....	19
图 35: 农田滴灌用水泵 .....	19
图 36: 我国水泵行业集中度呈现逐步提升趋势.....	21
图 37: 水泵行业呈现智能化、绿色环保、高效节能、多元化发展的特点.....	21
图 38: 国产泵对比进口品牌在适应性、智能化控制、性价比方面具有优势 .....	22
图 39: 2024H1 公司不锈钢泵同比增长 4.11% .....	22
图 40: 2024H1 公司不锈钢泵毛利率为 36% .....	22
表 1: 公司产品覆盖塑料卫浴泵、不锈钢泵、通用泵等.....	4
表 2: 公司上市以来多年保持较高比例现金分红.....	8
表 3: 泵可以分为叶片泵和容积式泵 .....	9
表 4: 离心泵泵体材质包括塑料、铸铁、不锈钢等.....	12
表 5: 公司塑料卫浴泵产品以出口美欧为主.....	16
表 6: 公司塑料卫浴泵竞争对手包括美国 WaterWay 等.....	17
表 7: 不锈钢泵节能性更好, 可实现对铸铁泵替代.....	18
表 8: 政策加快推动水利基建发展, 水泵行业有望进一步受益.....	18
表 9: 工业设备新增加潜水电泵进入重点用能产品名录.....	20
表 10: 海外水泵龙头包括格兰富、威乐等.....	20
表 11: 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 15.58/18.23/20.35 亿元.....	23
表 12: 2024 年公司估值低于行业可比公司平均水平.....	24

## 1、塑料卫浴泵行业龙头，行稳致远

### 1.1、产品覆盖塑料泵、不锈钢泵和通用泵三大类

**泵业龙头，历史悠久。**公司成立于1997年，前身是阳春电机厂，起家业务为三相电机、水机配件、家用电扇等产品。在承包责任制改革浪潮下，公司于1993年改制为广东阳春凌霄(集团)股份有限公司，并于1997年转为民营企业。2005年以后，公司重点发展塑料卫浴泵、不锈钢离心泵等产品。2017年，公司在深交所中小板上市，募集资金5亿元，用于不锈钢泵、塑料卫浴泵和清水泵的扩产。

图1：泵业龙头，发展历史悠久



资料来源：公司官网、开源证券研究所

#### 产品包括塑料卫浴泵、不锈钢泵和通用泵三大类









(1) **塑料卫浴泵**：包括浴缸泵、泳池泵、SPA泵，公司是我国最大的水上康体及卫浴泵供应商之一，该产品主要出口美国、欧洲等海外地区。

(2) **不锈钢泵**：包括单机泵、多级泵等，主要场景用于管道供水、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提高，预计不锈钢材质在民用离心泵领域应用将更加广泛。

(3) **通用泵**：包括潜水泵、清水泵、管道泵。

表1：公司产品覆盖塑料卫浴泵、不锈钢泵、通用泵等

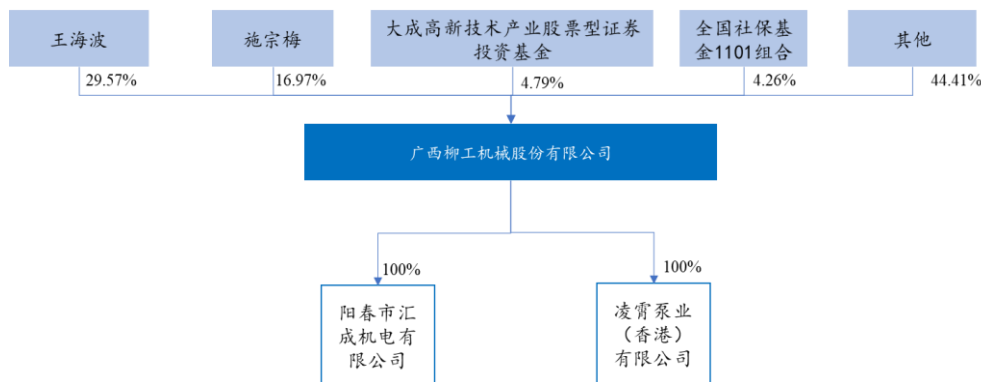
产品大类	细分产品	图片	细分产品用途	应用场景
	浴缸泵		按摩浴缸配套水泵，利用水泵使浴缸内壁喷头喷射出混入空气的水流，形成水流循环，对人体按摩	按摩浴缸配套
	SPA泵		SPA浴缸配套水泵，SPA浴缸一般比按摩浴缸容积大，对水泵运行功率、性能要求更高	SPA浴缸配套
塑料卫浴泵	泳池泵		游泳池配套水泵，利用水泵做功，可对泳池的水进行循环、过滤、消毒，或者使泳池的水形成水流，人在水流中游泳可加强锻炼或训练	泳池配套
	化工泵		可应用于化工行业，泵体采用耐高温、耐腐蚀的材料，适用于各种酸碱液体循环、冷却，可用于工业废水、污水处理、光伏、印刷制版、喷洗设备等特殊场合	玻璃清洗设备

产品大类	细分产品	图片	细分产品用途	应用场景
	海水泵		具有特殊防盐结晶结构设计和一定的耐腐蚀性,适用于海水输送和天然温泉水循环等,主要用于滨海广场喷泉景观、海水养殖等,下游为配套商、经销商、养殖户等	水上世界、海水养殖
不锈钢泵	不锈钢单级泵		泵体采用不锈钢板冲压、拉升、焊接成型,具有输送清洁、卫生要求较高液体的用途,广泛用于(1)管道供水;(2)工业增压,楼层供水系统,清洗系统;(3)锅炉给水、机床配套、冷凝系统、冷却和空调系统、楼宇暖通系统、风能、太阳能发电冷却系统;(4)水处理,蒸馏系统或分离器、游泳池等;(5)农业、种植业、养殖业使用;(6)医药、食品、化工行业使用	印染设备、高楼变频供水、数控机床、商用空调、空气能配套
	不锈钢多级泵			
	清水泵		适用于工业和城市给排水、高层建筑增压送水、园林灌溉、远距离输送、农田灌溉、浴室等冷暖气循环增压及设备配套	
	清潜泵		使用时整个电泵潜入水中工作,适用于河流、水库、水渠等提水工程、建设施工排水、农业排灌水等	
通用泵	管道泵		立式结构,其进出口在同一直线上,可安装在管道的任何位置,对管道内的流体起到增压、循环的功能,适用于化工、轻化工、建筑工程的流体管道输送、高层楼房供水中央空调冷却水循环系统	农田给排水、景观鱼池水循环、景观喷泉、空气能热水循环、地下室排水排污、
	潜污泵		适用于输送含有坚硬固体、纤维物的液体以及特别脏、粘、滑的液体,如输送各种生活污水、工业废水、建筑工地排水等	污水处理、防洪排涝、建筑工程、
	消防泵		专用于消防的水泵,大多数消防水源提供的消防用水,都需要消防泵进行加压,以满足灭火时对水压和水量的要求	消防泵房、鱼塘给排水
	深井泵		特点是将电动机和泵制成一体,是浸入地下水井中进行抽吸和输送水的一种泵,被广泛应用于农田排灌、工矿企业、城市给排水和污水处理等	

资料来源:2024年公司半年报、开源证券研究所

**公司股权结构稳定,实际控制人合计持股 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)。公司董事长王海波在机械工程领域具有丰富的经验和专业知识,为企业发展做出重要贡献。

图2:公司实际控制人合计持股 46.54%



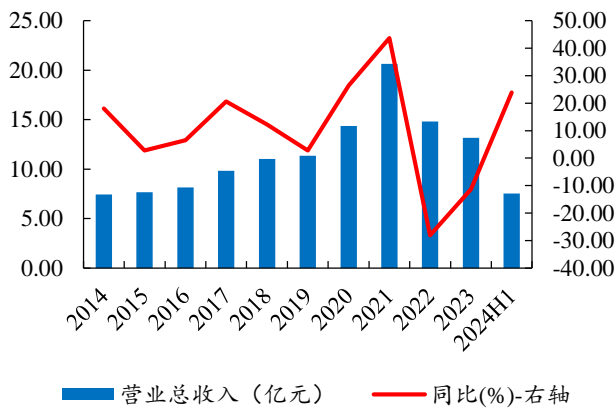
资料来源:公司 2024 年半年报、开源证券研究所

## 1.2、海外收入占比超一半，塑料泵出口高增拉动增长

水泵制造业保持良好增长态势。2014-2021 年公司营业收入由 7.44 亿元提升至 20.63 亿元，CAGR 为 15.68%，其中 2021 年公司营收同比增长 44%，主要系材料涨价、海运费涨价等因素，带来海外客户补库需求强烈。2022-2023 年公司收入有所下降，主要系 2021 年补库后海外库存较高，高基数水平下导致收入有所下降。

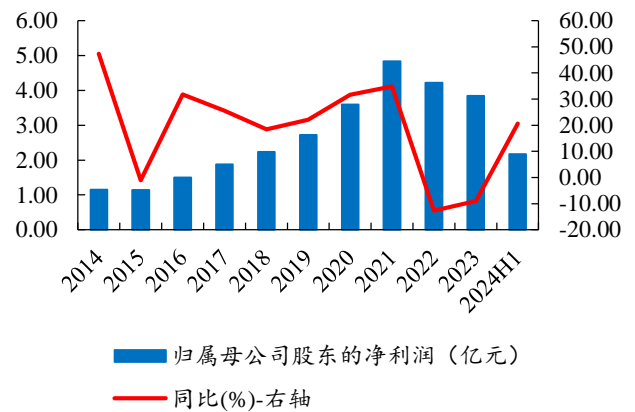
2024 年上半年，公司实现营收 7.53 亿元，同比增长 24%，主要系海外卫浴泵产品库存较低，叠加海外地产拉动，带动卫浴泵产品进入补库周期。

图3：2024H1 公司营收同比增长 24%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024H1 公司归母净利润同比增长 21%

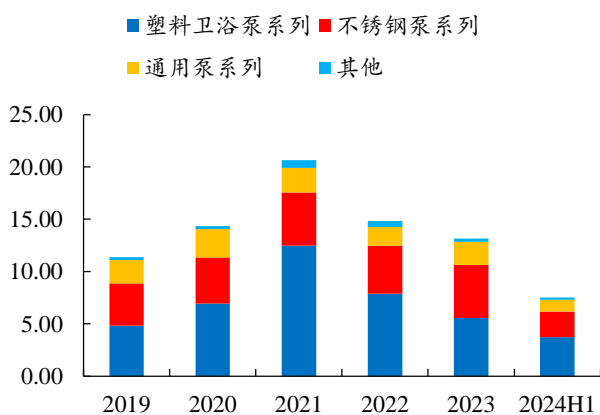


数据来源：Wind、开源证券研究所

塑料卫浴泵产品占比约 50%，主要出口欧美地区。2024H1，公司塑料卫浴泵/不锈钢泵/通用泵占收入比例分别为 50%/32%/15%，塑料卫浴泵占比近一半，是核心产品，其次为不锈钢离心泵，不锈钢离心泵与塑料卫浴泵产品毛利率也高于通用泵产品。

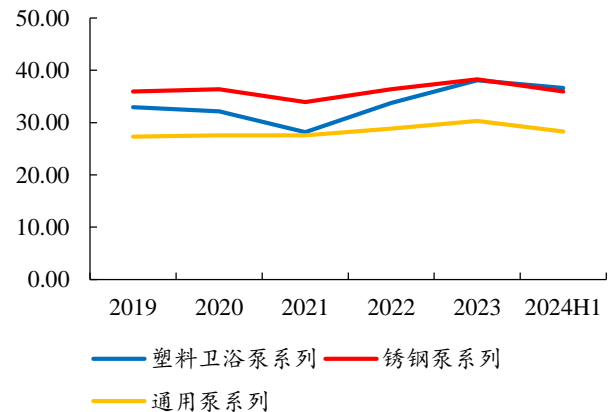
根据公司公告，塑料卫浴泵出口美国、欧洲为主；不锈钢泵以国内销售为主，部分出口欧洲、亚洲；通用泵基本为国内销售。

图5：2024H1 公司塑料卫浴泵产品占比 50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司塑料卫浴泵与不锈钢泵产品毛利率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

国外收入占比超一半。2024年H1,公司海外收入4.78亿元,占收入比例为57%。2019-2023年,公司海外收入占比从41%提升至50%,且海外毛利率水平更高。得益于公司海外拓展,公司毛利率水平也实现了提升。

图7: 2024H1 公司海外收入占比为 57%

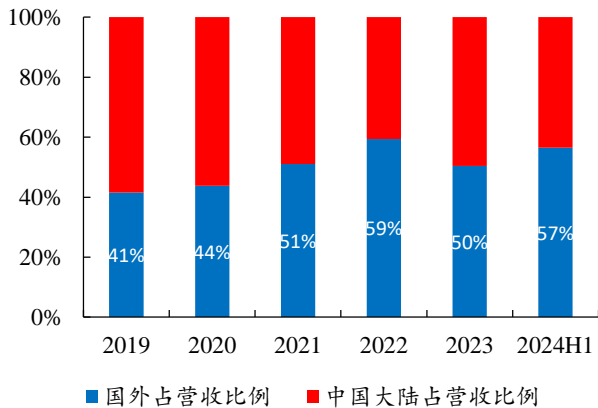
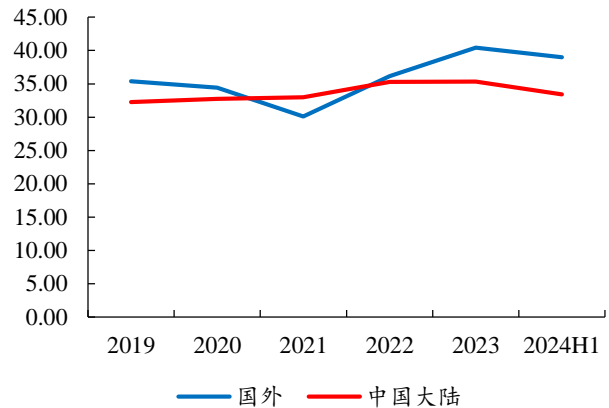


图8: 公司海外毛利率大于中国大陆毛利率



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所。注释: 2021年海外毛利率较低主要为海运费影响。

### 1.3、盈利水平领先同业，控费能力强

毛利率水平同业凸显，净利率位于同行业第一位。我们选取泵行业相关上市公司，对比分析企业盈利能力。

(1) 毛利率方面，2024H1 凌霄泵业、中金环境、大元泵业、泰福泵业、君禾股份分别为 36.57%、25.47%、30.75%、24.75%、20.77%，凌霄泵业毛利率水平同业凸显，主要得益于公司海外出口占比较高，高毛利率塑料卫浴泵产品收入占比较高。

(2) 净利率方面，2024H1 凌霄泵业、大元泵业、中金环境、泰福泵业、君禾股份分别为 28.85%、16.33%、7.85%、7.55%、7.03%，凌霄泵业净利率水平显著高于其他泵上市公司，一方面得益于公司毛利率水平较高，另一方面公司控费能力较强，三项费用率水平显著低于同行业。

图9: 公司毛利率水平同业凸显 (单位: %)

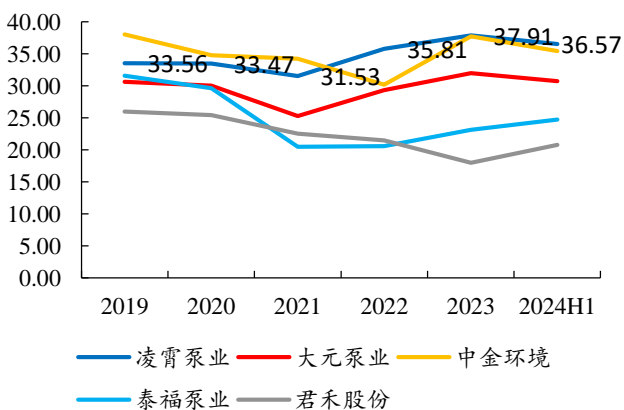
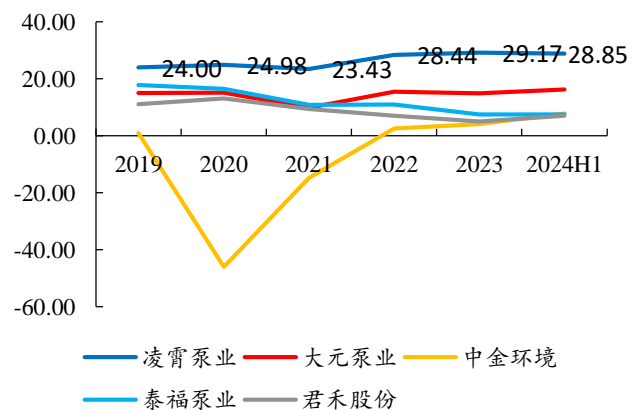
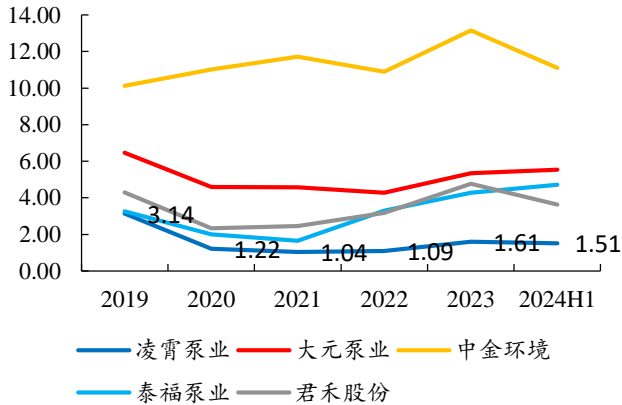


图10: 公司净利率水平位于同行业第一位 (单位: %)

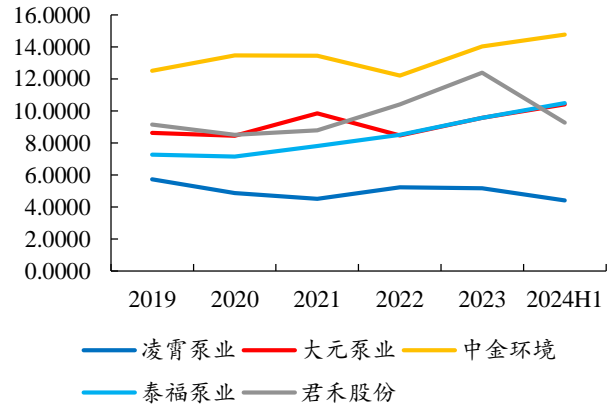


数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

**图11: 公司销售费用率显著低于同行业 (单位: %)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图12: 公司管理费用率显著低于同行业 (单位: %)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 1.4、上市后保持高比例现金分红，长期投资价值凸显

连续 7 年保持高比例现金分红，回馈投资者。自上市以来连续 7 年实施现金分红，累计现金分红 18.98 亿元。2021-2023 年，公司实施现金分红金额均为 3.58 亿元，股利支付率分别为 74%、85%、93%。

股息率方面，2021-2023 年公司每股派发股利 1 元，对应股息率分别为 3.58%、6.02%、5.76%，保持在较高水平。

**表2: 公司上市以来多年保持较高比例现金分红**

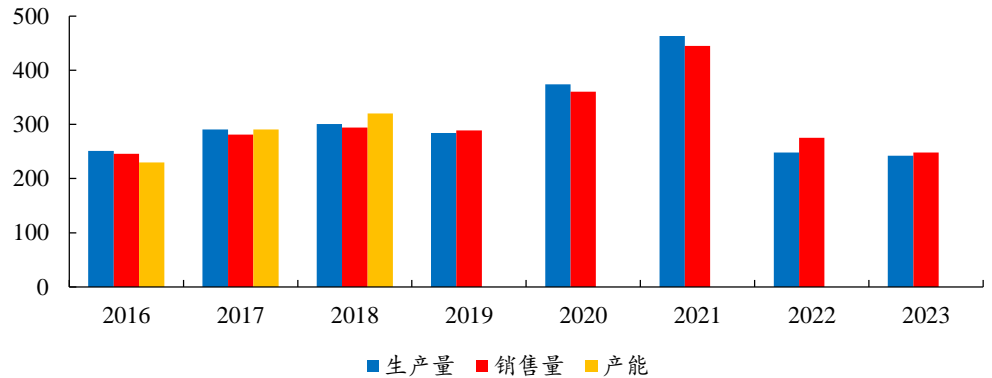
年度	归母净利润 (万元)	现金分红总额 (万元)	期末未分配母 公司利润 (万 元)	股利支付率 (%)	收益留存率 (%)	ROIC(%)	每股股利 (元)	股息率 (%)
2017	18,836.59	6,197.60	45,924.90	32.9	67.1	20.94	0.8	1.51
2018	22,317.15	18,064.39	59,802.35	80.94	19.06	17.52	1.5	7.24
2019	27,238.25	25,245.70	66,706.47	92.68	7.32	19.84	1	6.62
2020	35,851.71	33,019.79	73,714.54	92.1	7.9	21.1	1.3	5.44
2021	48,330.82	35,768.25	84,194.63	74.01	25.99	22.18	1	3.58
2022	42,193.83	35,768.25	86,364.60	84.77	15.23	18.3	1	6.02
2023	38,369.88	35,768.25	85,111.66	93.22	6.78	15.88	1	5.76

数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 1.5、产能扩张有保障，可快速响应市场需求

产能规划为公司构筑长期发展保障。为保障公司塑料卫浴泵、不锈钢泵、通用泵等产品发展，在 2021 年年报中公告预计将在未来五年离心泵产能达到 800 万台套（2021/2022 年产量分别为 463 万台、275 万台），且在 2023 年年报中公告公司 800 万台水泵生产能力的场地已经建成，可快速响应市场开拓需求。



**图13：2021年公司规划未来五年离心泵产能将达到800万台**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、塑料卫浴泵：受益于北美地产后周期，出口拐点有望向上

### 2.1、泵是第二大通用设备，具备千亿市场规模

泵是仅次于电机的第二大常用工业设备。泵是将电动机的机械能转化为流经内部液体动能和势能的装置，可输送水、油等液体。因此，泵作为液体增压的重要零部件，可广泛应用于工业、农业等领域。

泵按照工作原理分为叶片式泵和容积式泵。叶片式泵基于回转叶片和水相互作用产生力输送液体，容积式泵则利用室内容积变化输送液体。

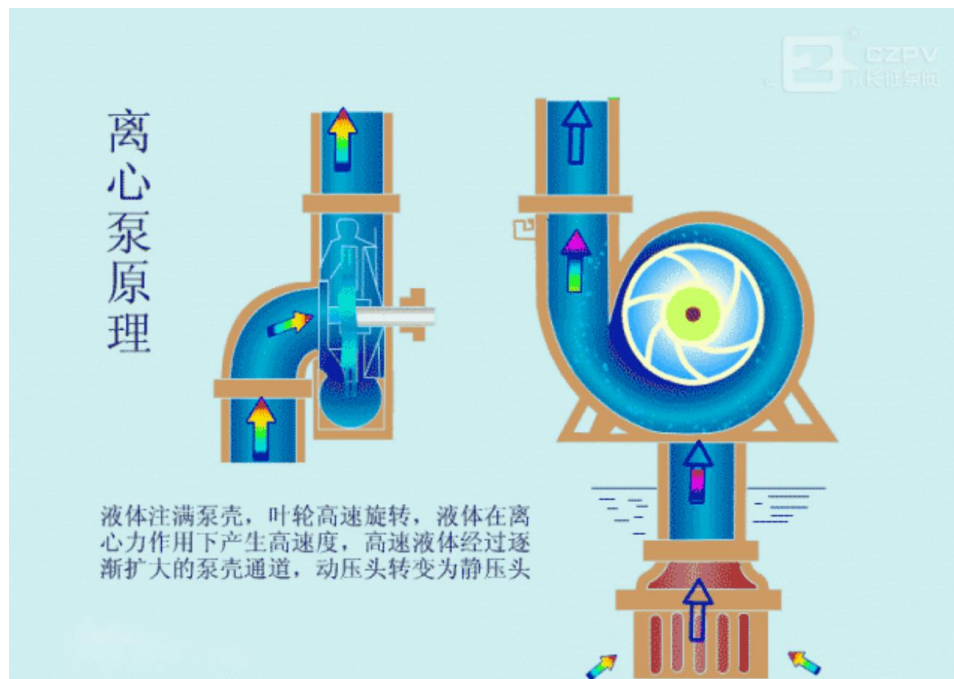
**表3：泵可以分为叶片泵和容积式泵**

分类	占比	细分项	工作原理	特点	适用领域
叶片式泵	70%，其中离心泵是最常见叶片泵，占叶片泵比例70%-80%	离心泵	依靠叶轮旋转产生的离心力进行工作	压力较高，流量较小	适用于高扬程和较小流量的场景，如建筑供水、水力喷射机、船舶排水等
		轴流泵	叶轮旋转对水产生轴向推力进行工作	压力较低、流量较大	适用于大量流体的输送，如水族馆、污水处理厂等。
		混流泵	依靠离心泵叶轮产生的离心力和水推力工作	压力、流量均介于轴流泵和混流泵中间	适用于一些工业和民用领域，如循环水系统、工业排水、城市排水等
容积式泵	30%	往复泵	通过某种机构将往复运动转化为流体压力，使流体在管道内运动	瞬时流量不均匀，产生加速度和惯性力	适用于输送高压、小流量、高粘度液体
		转子泵	通过不同类型的旋转叶轮来泵送和传输物质	输送能力强，对比离心泵出口压力更高	适用于泵送各种液体和固体颗粒混合物，但不能输送高温、高粘度介质

资料来源：卓采汇（上海）智能科技有限公司、沃尔曼泵业、开源证券研究所

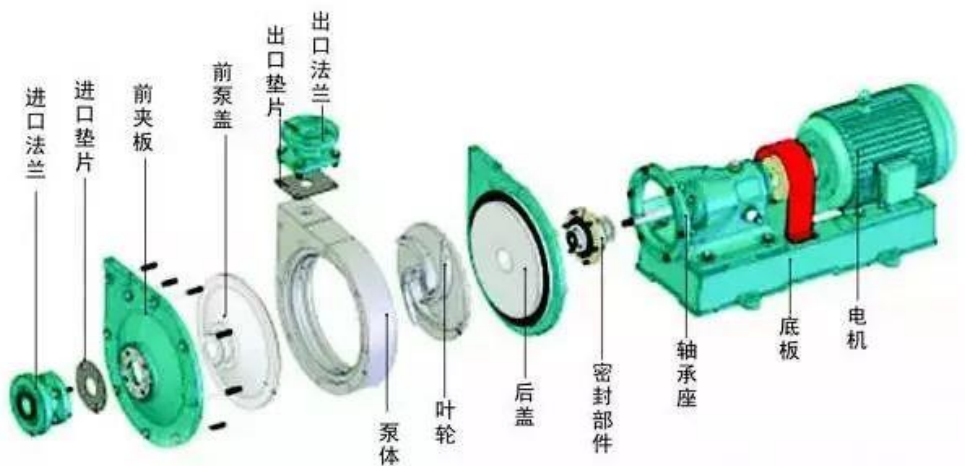
离心泵是最常见泵，占泵行业比例约50%-60%。离心泵是应用最广泛的泵，其通过旋转的叶轮产生离心力，将液体从进口抽入泵内，在通过泵出口排出。由于离心泵依靠离心力工作，产生压力较大，扬程较高，下游广泛用于能源化工、建筑供水、电力、农业等领域。

图14：离心泵基于叶轮转动产生的离心力工作，扬程高



资料来源：泰福泵业招股说明书

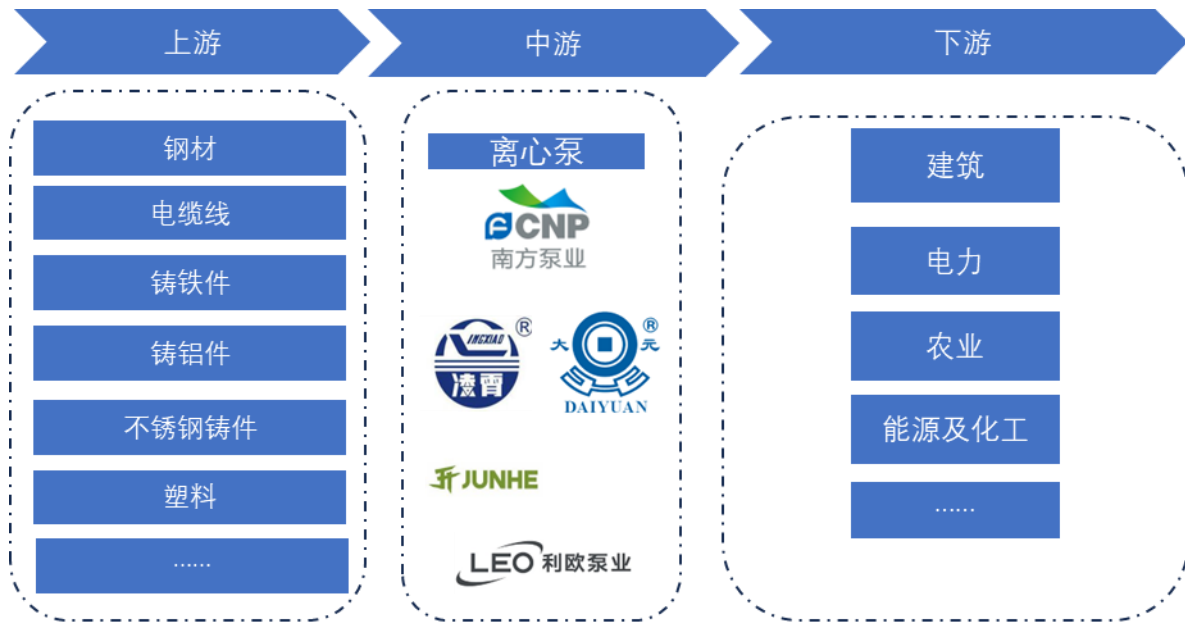
图15：离心泵结构包括电机、泵体、法兰、密封件等



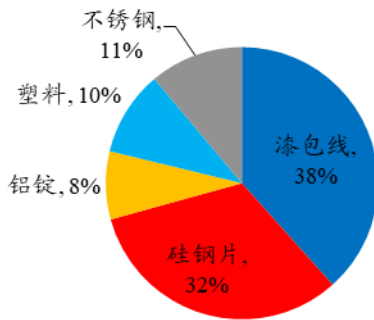
资料来源：金属加工公众号

离心泵上游漆包线、硅钢片占原材料成本 70%，下游行业以能源化工、电力、农业为主。离心泵产业链上游主要为原材料，包括钢材、电缆线、铸铁件、不锈钢等，根据凌霄泵业招股说明书，原材料占泵制造成本比例为 70%，漆包线/硅钢片占原材料采购成本比例分别为 38%/32%。离心泵产业链下游广泛应用于国民经济各个领域，其中能源化工/电力需求占比分别为 33%/14%，为最重要的下游。

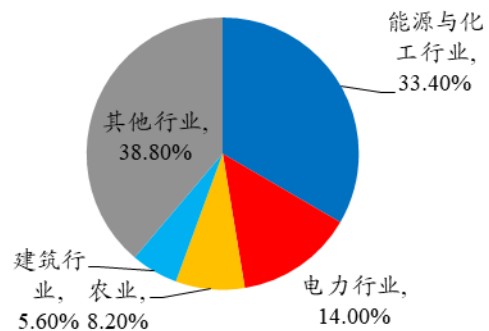
图16: 离心泵下游主要包括能源化工、电力等



原材料成本占比



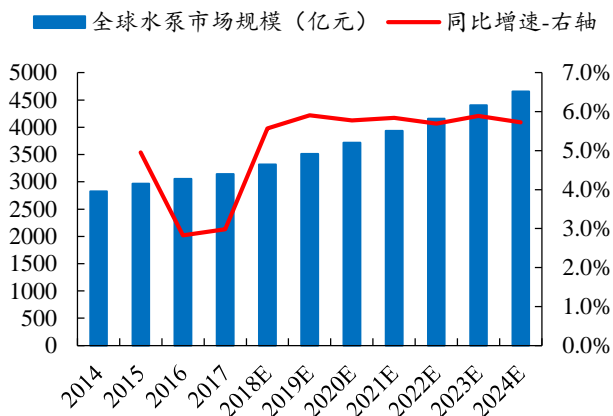
2022年中国离心泵下游需求结构



资料来源: 观知海内信息网、凌霄泵业招股说明书、开源证券研究所

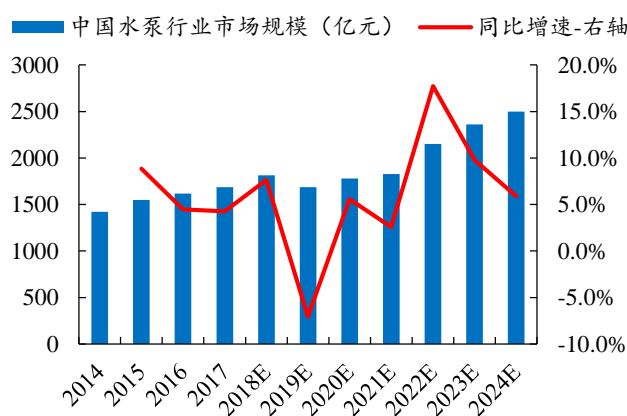
华经产业研究院预计 2024 年全球水泵市场规模 4655 亿元, 中国水泵市场规模 2500 亿元。泵作为基础零部件, 广泛应用于国民经济各个领域, 受国民经济发展影响较大。华经产业研究院数据显示全球水泵市场规模有望从 2018 年的 3318 亿元提升至 4655 亿元, CAGR 为 5.81%, 中国水泵市场规模有望从 2018 年的 1815 亿元提升至 2500 亿元, CAGR 为 5.5%。

图17: 预计 2024 年全球水泵行业市场规模 4665 亿元



数据来源: 智研咨询、开源证券研究所。注释: 上述数据为规模以上企业

图18: 预计 2024 年中国水泵行业市场规模为 2500 亿元



数据来源: 智研咨询、开源证券研究所。注释: 上述数据为规模以上企业

## 2.2、塑料卫浴泵属于地产后周期产品，受益于北美补库&降息周期开启

离心泵泵体常用材质包括铸铁、不锈钢、塑料等。

(1) 强度方面，不锈钢泵、铸铁泵强度高。

(2) 耐腐蚀性方面，不锈钢泵可耐高腐蚀性，塑料泵耐弱酸弱碱，铸铁泵则适用于输送中性、碱性物质。

(3) 成本方面，不锈钢泵价格高于铸铁泵，塑料泵价格最低。

表4: 离心泵泵体材质包括塑料、铸铁、不锈钢等

材质	特点	价格	适用场景
铸铁	常见材质，强度高、刚性好	较高	适用于输送工业水、清水、污水等中性、碱性介质。
不锈钢	高强度、高耐腐蚀性、不易生锈	较低	适用于输送腐蚀性介质，如酸碱液体，也适用于饮料、食品、制药等行业
塑料	耐腐蚀、不污染介质、重量轻	最低	适用于输送弱酸弱碱介质，如金属表明处理、水处理、电镀等行业

资料来源: 深圳市搜了网络科技有限公司、开源证券研究所

塑料泵由于其重量轻、耐腐蚀、成本低的特点，在卫浴泵市场占据较高的市场份额，塑料卫浴泵下游主要包括按摩浴缸、SPA 浴池、游泳池等水上康体设施。

图19: 塑料卫浴泵产品包括浴缸泵、SPA 泵、泳池泵等

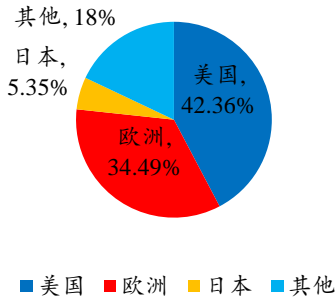


资料来源: 公司官网

塑料卫浴泵主要出口美国、欧洲地区。由于塑料卫浴泵下游应用主要在按摩浴缸、SPA 浴池、游泳池等产品，上述产品具备高档消费品属性，且需要一定面积布局，在欧美地区需求较为旺盛。以水疗按摩浴缸为例，美国/欧洲占全球销售比例分别为 42%/34%。

图20：2022 年欧美占全球水疗按摩浴缸比例合计 76%

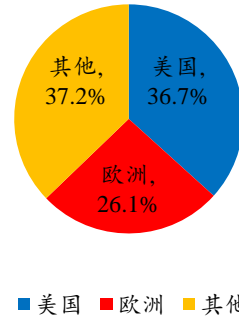
2022年全球水疗按摩浴缸市场消费区域分布



数据来源：共研产业咨询、开源证券研究所

图21：2021 年欧美占全球存量泳池数量比例为 62.8%

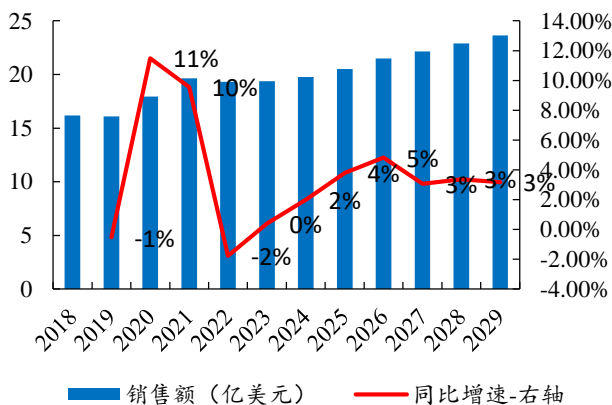
2021年全球存量泳池区域分布



数据来源：朝阳财经、开源证券研究所

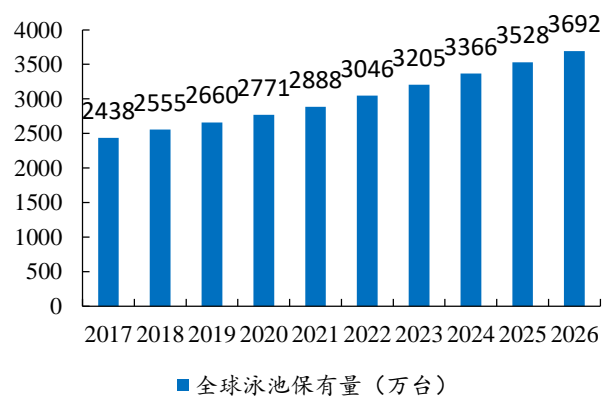
塑料卫浴泵具有消费品属性。塑料卫浴泵既作为新建工程配套设施，也可作为已建工程消费升级，市场包括新增和存量替换市场，一般存量更新的周期是 2 年左右。随着全球经济的发展，人们消费能力和消费需求有望不断增长，SPA 按摩浴缸、泳池的市场规模呈现稳步上升趋势，有望带动配套塑料卫浴泵需求提升。

图22：预计 2024 年全球 SPA 浴缸销售规模 19.77 亿美元 (yoy+1.99%)



数据来源：QYresearch、开源证券研究所

图23：全球泳池保有量保持不断增长态势

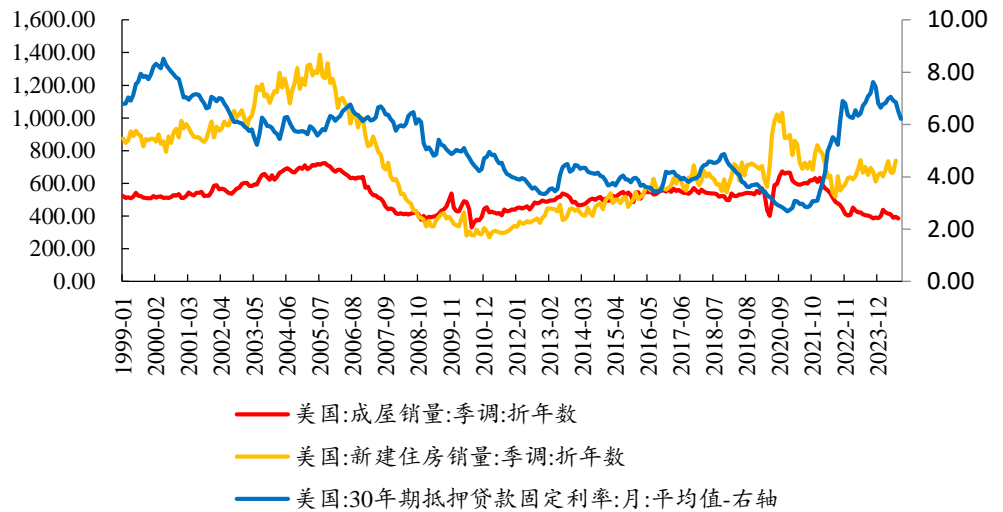


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

塑料卫浴泵受北美地产周期影响，美联储降息有望拉动美国地产销售。2024 年 9 月 19 日凌晨美国宣布降息 50bp，预计年内还有两次 25bp 降息，正式开启降息周期。房地产是对利率高度敏感的行业，降息预期带动贷款利率下降进而提高购房需求，需求提升进一步带动房地产开发商增加建设。

美国房屋销售销量呈现回暖态势。2024年5月以来，30年期固定抵押贷款利率有所下降，带动美国7月成屋销量上升至395万套，环比提升1.3%，扭转了连续四个月的下降趋势。

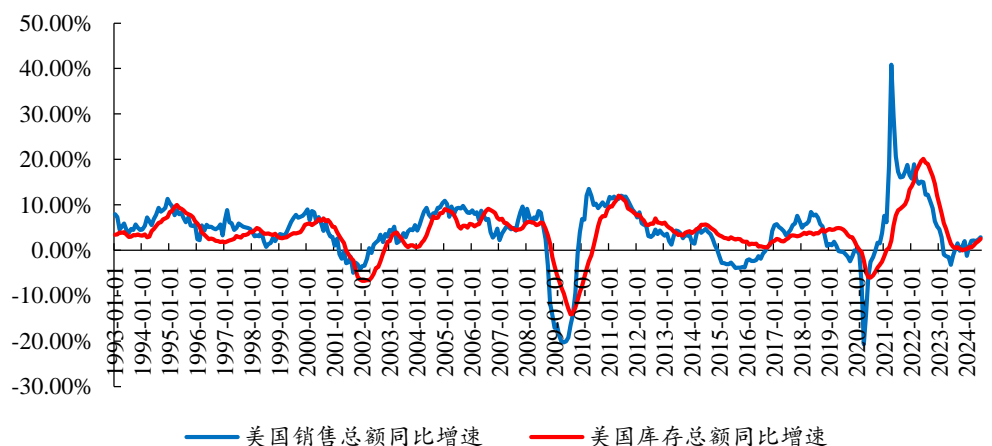
图24：美国住房销量与贷款利率呈现负相关关系



数据来源：Wind、开源证券研究所。注释：成屋销量单位为万套，新建住房单位为千套，贷款利率单位为%

美国整体或已进入主动补库周期。美国销售总额同比增速从2023年10月的-0.11%提升至2024年7月的2.86%，库存总额同比增速从2023年11月的-0.05%提升至2024年7月的2.51%，库存总额同比增速和销售总额同比增速均从低点大幅回升，表明美国2024年Q1以来已进入主动补库周期。

图25：美国整体或已进入主动补库周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

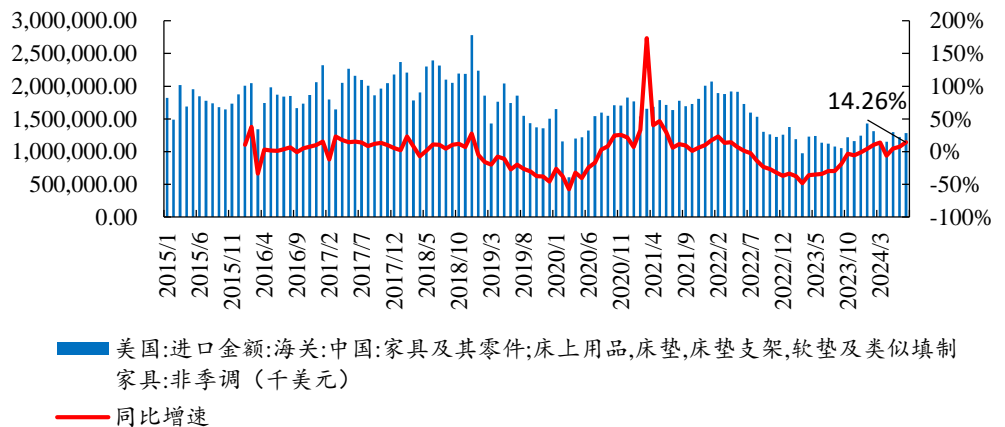
我们认为美国建筑材料正由被动去库向主动补库转变。美国建筑销量同比增速与存贷同比增速均处在低位。

**图26：美国建筑材料正由被动去库向主动补库转变**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**中国出口美国家具产品同比增速向好。**从中国出口美国家具产品来看，2022年8月至2024年1月均同比下降，对应凌霄泵业海外收入2022H1同比上涨36%，2022H2同比下降50%，2023年同比下降25%，凌霄泵业海外收入增速与中国出口美国家具产品增速趋势保持一致。

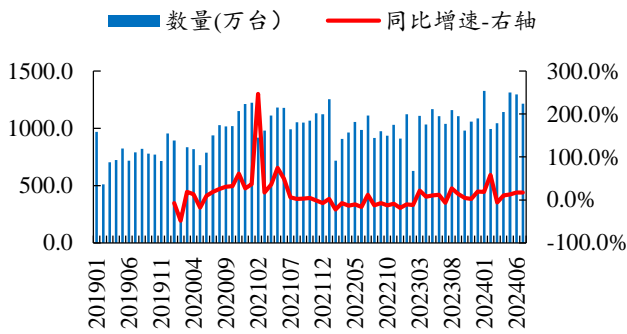
2024年1-7月，中国出口美国家具产品同比增速持续向好，叠加美国建筑建材正由被动去库向主动补库转变，我们判断2024年下半年塑料泵北美补库需求预计仍将持续。

**图27：中国出口美国家具用品处于回升态势**


数据来源：Wind、开源证券研究所

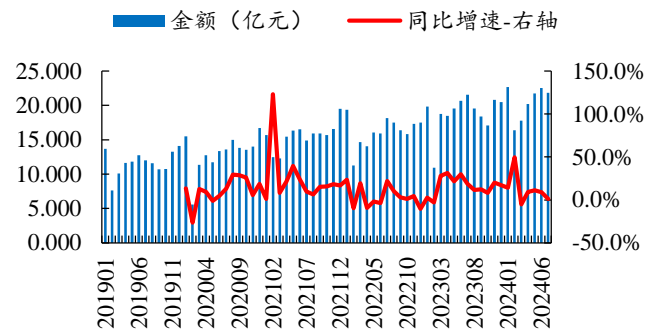
**中国出口海外不锈钢离心泵同比增速向好。**我国离心泵主要出口贸易地为美国、俄罗斯、印度尼西亚等国。2024年1-7月，我国离心泵累计出口8334.7万台，同比增长16%，累计出口金额143.1亿元，同比增长10%。2024年7月，我国离心泵出口1216.1万台，同比增长17%，出口金额21.83亿元，同比增长1.2%，出口保持良好增长态势。

图28：2024年1-7月我国离心泵出口数量 yoy+16%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2024年1-7月我国离心泵出口金额 yoy+10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.3、公司塑料卫浴泵深度绑定大客户，市场竞争力强

公司塑料卫浴泵主要客户为海外康体卫浴生产企业，采用直销为主的方式。根据公司招股说明书，公司境外主要客户包括美国 Sundance、美国 Watkins、美国 Masco、法国 Aqua、法国 Wilo、法国 ACIS 等，仅有少量客户经销公司自有品牌产品。

表5：公司塑料卫浴泵产品以出口美欧为主

客户名称	成立日期	国别	客户简介
美国 Sundance Spas	1979年	美国	世界上最大的水上康体设施供应商，在全球60多个国家和地区建立完善国际经销网络
美国 Watkins Manufacturing Corporation	1977年	美国	母公司 MASCO 是全球最大品牌家具消费品制造商之一，世界五百强企业，旗下拥有60多家子公司，在全球100多个国家有分公司和办事处。该公司为其子公司
法国 AQUA Consult Industrie Service	2005年	法国	主要从事卫浴设备、建材、木材等产品的批发及零售业务，主要采购公司塑料卫浴泵及不锈钢泵产品

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图30：全球水疗按摩浴缸以海外企业为主



资料来源：共研产业咨询、开源证券研究所



公司是全球塑料卫浴泵领导者。根据公司招股说明书，公司塑料卫浴泵主要竞争对手包括美国 WaterWay、美国 Aquaflo、三顶电机。对比海外竞争者产品，公司塑料卫浴泵产品在满足性能的同时，具备较佳的性价比。

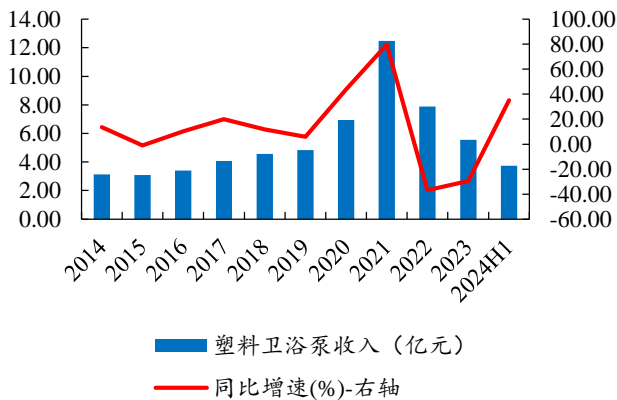
表6：公司塑料卫浴泵竞争对手包括美国 WaterWay 等

公司名称	基本概况
美国 Waterway	专注于家庭泳池、SPA 水疗池、卫浴设备的企业，能够为客户提供前期设计、配套、设备定制及安装，直接技术人员售后服务，是较为具有代表性的专业休闲卫浴技术服务公司
美国 Aquaflo	成立于 1972 年，是一家专门提供热水系统、生活用水系统、废水污水处理系统、钻井用品和水暖设备配套的技术工程商，其专注于水处理技术，其按摩浴缸泵在美国占有较大市场
常州三顶电机电器有限公司	成立于 1999 年，专业生产按摩浴缸水泵、风泵、控制器、SPA 泵、泳池泵为主的企业，产品远销欧洲、美国、加拿大等国家

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

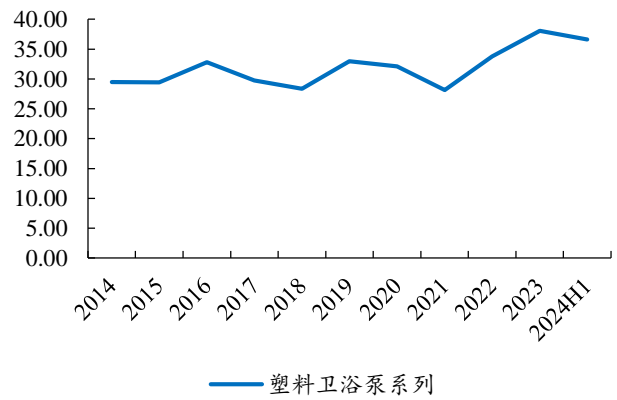
塑料卫浴泵受益于美国地产后周期和库存补库，海外订单需求有望提升。2024H1 公司塑料卫浴泵收入 3.74 亿元，同比提升 35%。根据公司公告，塑料卫浴泵下游客户库存目前已基本消耗，未来美国房地产行业发展良好，预计将对公司塑料卫浴泵产品销售产生积极影响。

图31：2024H1 公司塑料卫浴泵收入同比增长 35%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2024H1 公司塑料卫浴泵产品毛利率达到 36.63%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、不锈钢泵：静待内需复苏，看好国产替代与集中度提升

不锈钢离心泵综合性能更优，可实现对铸铁泵的替代。不锈钢离心泵对比一般铸铁泵，具备卓越耐腐蚀性能和卫生性能，但初始购置成本较高。2024年，工信部在工业领域设备更新政策中明确提出推动工业领域锅炉、电机、泵等重点节能设备更新换代，不锈钢离心泵对比铸铁离心泵材质相对轻量化，可节能10%以上。我们认为在设备更新政策催化下，国内不锈钢离心泵替代铸铁泵进程有望加快。

表7：不锈钢泵节能性更好，可实现对铸铁泵替代

	材料	性能对比	成本对比	能耗对比	应用领域
铸铁离心泵	材质为铸铁，通常采用灰口铸铁或球墨铸铁	良好的机械性能和铸造性能，但耐腐蚀性相对较弱	成本较低	——	用于一般清洁水或轻度腐蚀性流体的输送，包括农业灌溉、城市供水、工业循环水等
不锈钢离心泵	材质主要采用304、316等不锈钢材料制成	优异耐腐蚀性能，可以抵抗多数化学物质侵蚀，包括酸性、碱性和盐类溶液	成本较高	材质相对轻量化且稠度高，启停方面功率消耗低，对比铸铁泵节能10%左右	在输送腐蚀性介质的流体具有明显优势，包括化工、医药、食品加工等行业

资料来源：自吸式排污泵高吸程自吸泵防汛泵奥一泵业公众号、开源证券研究所

#### 3.1、万亿水利国债催化&设备更新，不锈钢泵有望加快替换铸铁泵

万亿水利国债推动下，水泵需求提升。近年来，国家大力推动现代化水利基础设施建设。2023年10月，中央财政决定在2023年第四季度增加发行1万亿国债，支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设。2024年10月，国新办举办发布会，发改委副主任刘苏社表示，“地方管网建设改造未来5年预计达到总量60万公里，总投资需求4万亿，下一步将继续筹用好各类资金、提前安排项目清单和投资计划，继续推进城市基础设施提升改造。”

表8：政策加快推动水利基建发展，水泵行业有望进一步受益

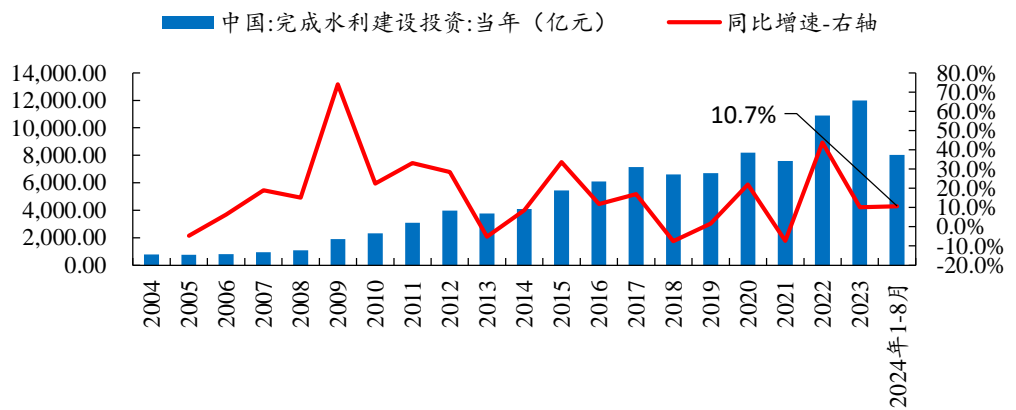
发布时间	政策文件名称	发布部门	主要内容
2024年10月	国新办10月发布会	国家发改委	地方管网建设改造未来5年预计达到总量60万公里，总投资需求4万亿，下一步将继续筹用好各类资金、提前安排项目清单和投资计划，继续推进城市基础设施提升改造。
2024年3月	《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》	住建部	更新改造存在影响水质达标、老旧破损、国家明令淘汰、能耗高、运行效率低等问题的自来水厂内及居民小区二次供水（加压调蓄）设施设备。自来水厂内设备包括水泵、电气设备、加药设备、检测及自控设备、闸阀及各类专用机械设备等；居民小区二次供水（加压调蓄）设备包括成套设备、水箱、水泵及附属设施设备、自控设备、安全防范设备等。
2024年3月	《推动工业领域设备更新实施方案》	工信部、国家发改委、财政部、中国人民银行等七部委	推动重点用能设备能效升级。对照《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平（2024年版）》，以能效提升为重点，推动工业等各领域锅炉、电机、变压器、制冷供热空压机、换热器、泵等重点用能设备更新换代，推广应用能效二级及以上节能设备。
2024年2月	——	住建部	地下管网包括城市范围内为满足生活、生产需要的给水、雨水、污水、再生水、天然气、热力、电力、通信等市政公用管线。目前，全国城市的供水管道长度达110.30万公里，排水管道长度91.35万公里，天然气管道长

发布时间	政策文件名称	发布部门	主要内容
			度 98.04 万公里，供热管道长度 49.34 万公里。我国将每年改造 10 万公司以上地下管线。
2023 年 10 月	国务院政策例行吹风会	国新办	中央财政决定在 2023 年四季度增加发行 1 万亿元国债，支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设，增发的 1 万亿国债全部通过转移支付方式安排给地方使用，全部列为中央财政赤字，还本付息由中央承担，不增加地方偿还负担。
2023 年 5 月	《国家水网建设规划纲要》	中共中央、国务院	到 2025 年，建设一批国家水网骨干工程，国家骨干网建设加速推进，省市县水网有序实施，着力补齐水资源配置、城乡供水、防洪排涝、水生态保护、水网智能化等短板和薄弱环节，水旱灾害防御能力、水资源节约集约利用能力、水资源优化配置能力、大江大河大湖生态保护治理能力进一步提高，水网工程智能化水平得到提升，国家水安全保障能力明显增强。

资料来源：住建部、工信部、开源证券研究所

2024 年 1-8 月我国水利基建完成投资 8019.4 亿元，同比增长 10.7%，其中 7800 多个增发国债安排的水利建设项目正加快实施，已完成投资 3037.7 亿元。

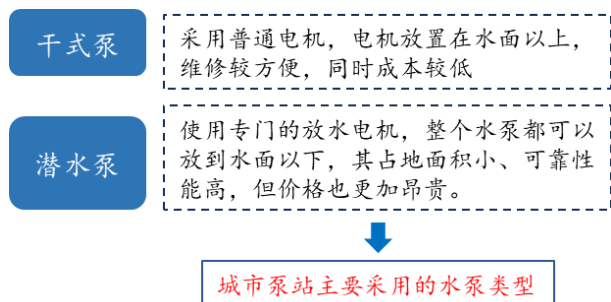
图33：2024 年 1-8 月我国完成水利基建投资 8019.4 亿元 (yoy+10.7%)



数据来源：Wind、中国政府网、开源证券研究所

我们认为泵阀类设施设备作为水利工程的核心设备，其需求量预计将随着水利项目的增多而大幅提升，包括水库大坝建设、河道整治、灌溉系统完善、防洪排涝工程实施等。

图34：城市泵站以潜水泵为主



资料来源：观研天下网、开源证券研究所

图35：农田滴灌用水泵



资料来源：泵阀视界

基于“高效节能”改造目标，不锈钢泵作为新型节能泵有望充分受益，同时不锈钢泵在存量市场占比低于 1/3，存在较大替代空间。

2024 年 3 月，住建部在建筑与市政基础设施设备更新政策中明确提出加快自来水厂水泵以及居民小区二次供水用水泵老旧设备更新；工信部在工业领域设备更新政策中明确提出推动工业领域锅炉、电机、泵等重点节能设备更新换代。

**表9：工业设备新增加潜水电泵进入重点用能产品名录**

产品名称	能效指标	先进水平	节能水平	准入水平
三相异步电动机	效率	能效 1 级	能效 2 级	能效 3 级
电力变压器	空载损耗、负载损耗	能效 1 级	能效 2 级	能效 3 级
工业锅炉	热效率	能效 1 级	能效 2 级	能效 3 级
除尘器	比电耗	能效 1 级	能效 2 级	能效 3 级
电焊机	效率	能效 1 级	能效 2 级	能效 3 级
容积式空气压缩机	机组比功率	能效 1 级	能效 2 级	能效 3 级
通风机	效率	能效 1 级	能效 2 级	能效 3 级
潜水电泵	能效值	能效 1 级	能效 2 级	能效 3 级
永磁同步电动机	效率	能效 1 级 指标×1.01	能效 2 级 指标×1.01	能效 3 级
高压三相笼型异步电动机	效率	能效 1 级 指标×1.01	能效 2 级 指标×1.01	能效 3 级

资料来源：《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平（2024 年版）》、开源证券研究所

综上，我们认为需求端受益于水利基建&设备更新，特别是城市管网更新替换不断受国家政策提及，对应泵阀类设备需求向好。不锈钢泵对比铸铁泵更节能、耐腐蚀，有望持续受益。

### 3.2、国产替代叠加行业集中度提升，国内水泵龙头企业有望受益

我国水泵行业呈现集中度提升态势。我国泵企业数量众多，普遍规模较小，且大部分企业主要集中在中低端市场和通用用途。对比海外，海外水泵行业发展较早，行业集中度较高，丹麦格兰富、德国威乐、意大利佩德罗等国际知名企业占据全球水泵市场主要份额。根据 McIlvaine 公司《泵业市场资讯》，全球前 10 家泵企业销售额占世界泵市场总额的 50%。而 2020 年全球前 10 家泵厂商的销售额占国内泵市场总量约为 18%，集中度仍有较大提升空间。

**表10：海外水泵龙头包括格兰富、威乐等**

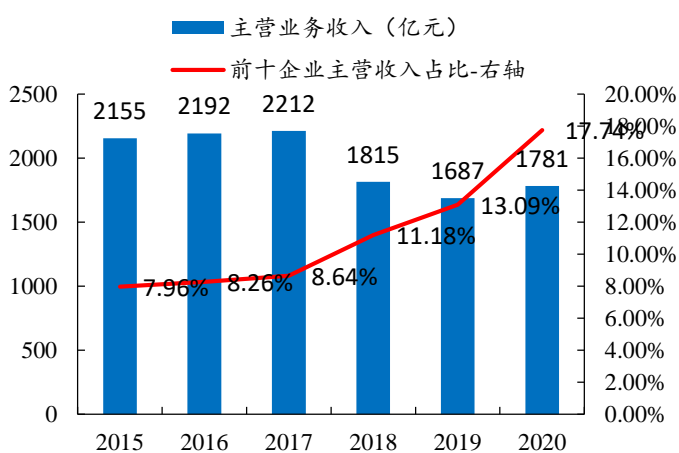
公司	概况
丹麦格兰富(Grundfos)	成立于 1945 年，是全球泵业领导者之一，该公司从 1952 年开始生产离心泵，主要产品为用于供热空调的循环泵，用于工业、供水及污水处理的高心泵和计量泵。1994 年，丹麦格兰富在上海设立办事处，开始进入中国，中国市场被其称为“第二本土市场”。2020 年，丹麦格兰富营业收入为 263 亿丹麦克朗。
德国威乐(WILO)	成立于 1872 年，1928 年生产了全球第一台暖通循环增压泵，产品主要应用于供热、制冷、空调、供水和污水处理等领域。1995 年，德国威乐进入中国，历经 20 余年的发展，目前在全国共有 14 家分公司，

公司	概况
	员工近 800 人。2020 年，德国威乐收入约 14.515 亿欧元。
意大利佩德罗(PedrolloS.p.a.)	成立于 1974 年，主要产品有 50 多种类型的水泵，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，产品销往全球 130 多个国家和地区。
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。
美国 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。
德国 KSB	世界著名的现代化的制造泵和阀门的大公司,业务领域包括建筑服务、工业和公用供水事业、KSB 在中国已经拥有 4 家分公司。

资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

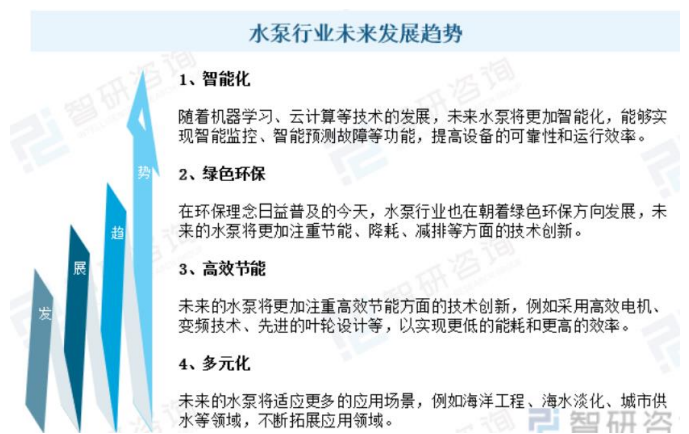
国家对泵产品智能化、节能化要求逐步提升，大型泵企业在研发、制造上具有优势，利好龙头企业发展，**2015-2020 年我国水泵行业前十大企业营收占比由 7.96% 提升至 17.74%，行业集中度提升显著。**

图36：我国水泵行业集中度呈现逐步提升趋势



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

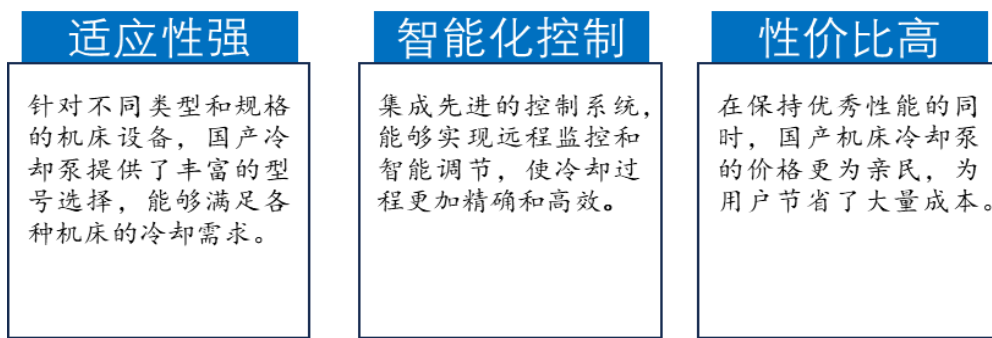
图37：水泵行业呈现智能化、绿色环保、高效节能、多元化发展的特点



资料来源：智研咨询

**国产替代趋势明显。**与进口品牌相比，我国泵行业起步比较晚，2014 年以前，我国高端泵市场长期被外资企业垄断。随着南方泵业等企业陆续布局高端泵赛道，本土企业市场份额逐步提升。**对比进口企业，国产泵在适应性、智能化控制、性价比等方面具有优势。**

图38: 国产泵对比进口品牌在适应性、智能化控制、性价比方面具有优势



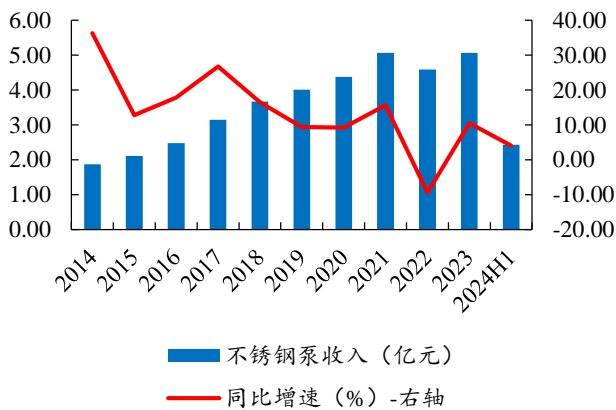
资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

### 3.3、公司不锈钢离心泵内销为主，增长态势良好

公司位于国内不锈钢泵制造第一梯队。在不锈钢离心泵领域竞争对手包括中金环境、丹麦格兰富等，其中，中金环境为国内不锈钢离心泵行业龙头，主要产品为不锈钢立式离心泵，主要应用于净水处理、楼宇供水、工业清洗、空调水循环等。丹麦格兰富为全球泵业生产企业，产品应用于建筑、工业、基础设施建设等领域。

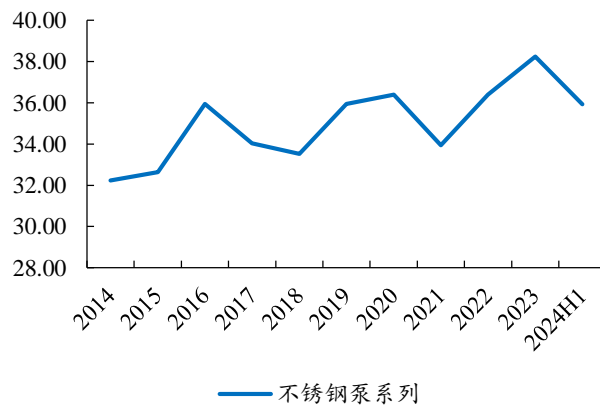
公司不锈钢离心泵保持良好增长态势。2014-2023年，公司不锈钢泵收入由1.87亿元提升至5.07亿元，CAGR为12%，2024H1公司不锈钢泵收入2.43亿元，同比增长4.11%。公司不锈钢泵收入保持良好增长态势。

图39: 2024H1 公司不锈钢泵同比增长 4.11%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40: 2024H1 公司不锈钢泵毛利率为 36%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、假设及财务预测

公司为塑料卫浴泵行业龙头，经济复苏叠加海外去库存结束，公司塑料卫浴泵产品未来增长具备弹性。公司加大不锈钢离心泵产品布局，持续拓展东南亚等地区，加快出海战略实施，长期发展动力足。

**塑料卫浴泵方面**，应用场景主要为按摩浴缸、SPA 浴缸、泳池、天然温泉等场景，产品以出口美国、欧洲地区为主，受海外地产后周期影响较大。根据公司 2024 年半年报，2024 年上半年公司塑料卫浴泵收入同比增长 35%，海外出库基本结束，考虑美国 2024 年 9 月份降息，海外卫浴产品需求向好。我们预计 2024-2026 年公司塑料卫浴泵收入增速分别为 25%、24%、15%。毛利率方面，考虑 2024 年铜价上涨对公司毛利率有一定影响，预计毛利率分别为 36%、37%、38%。

**不锈钢离心泵方面**，应用场景主要为工业、商用场景，包括印染设备、高楼变频供水、数控机床、商用空调、空气能配套、太阳能/风电等，以内销为主，海外出口主要为东南亚地区。根据公司 2024 年半年报，2024 年上半年公司不锈钢离心泵收入增长 4%，价格有一定承压。公司积极加强不锈钢离心泵制造能力建设，加快国内外市场拓展，尽管短期承压，但预计随着国内设备更新+水利基建推进，配套不锈钢离心泵产品需求向好，我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 5%、7%、8%。毛利率方面，考虑 2024 年铜价上涨对公司毛利率有一定影响，预计毛利率分别为 36%、37%、38%。

**通用泵方面**，应用场景包括农田给排水、景观鱼池水循环、景观喷泉、地下室排水排污等，内销占比 90%。根据公司 2024 年半年报，2024 年上半年公司通用泵增长 49%，主要系加热器和风泵有塑料卫浴泵调整到通用泵所致，剔除该因素，通用泵同比增长 30%。通用泵基数低，配套需求增长较为稳定，我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 35%、20%、10%，考虑 2024 年铜价上涨对公司毛利率有一定影响，预计毛利率分别为 28%、29%、29.5%。

**表11：我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 15.58/18.23/20.35 亿元**

(单位：亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计					
收入	14.83	13.16	15.58	18.23	20.35
同比增速	-28.11%	-11.26%	18.39%	17.02%	11.64%
毛利率(%)	35.81	37.91	35.45	36.29	37.15
毛利	5.31	4.99	5.52	6.62	7.56
塑料卫浴泵					
收入	7.89	5.56	6.95	8.62	9.91
同比增速	-36.83%	-29.53%	25.00%	24.00%	15.00%
毛利率(%)	33.75	38.07	36.00	37.00	38.00
毛利	2.66	2.12	2.50	3.19	3.77
不锈钢离心泵					
收入	4.59	5.07	5.32	5.70	6.15
同比增速	-9.47%	10.46%	5.00%	7.00%	8.00%

(单位: 亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率(%)	36.39	38.24	36.00	37.00	38.00
毛利	1.67	1.94	1.92	2.11	2.34
通用泵系列					
收入	1.76	2.20	2.97	3.56	3.92
同比增速	-25.11%	25.00%	35.00%	20.00%	10.00%
毛利率(%)	28.83	30.33	28.00	29.00	29.50
毛利	0.51	0.67	0.83	1.03	1.16
其他业务					
收入	0.59	0.32	0.34	0.35	0.37
同比增速	-18.06%	-45.76%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	79.27	81.59	81.00	81.00	81.00
毛利	0.47	0.26	0.27	0.29	0.30

资料来源: Wind、开源证券研究所

## 4.2、估值水平与投资建议

我们选取泵阀相关制造企业中金环境、纽威股份，以及出口企业巨星科技、春风动力作为可比公司，2024-2026年可比公司平均PE为16.9/13.7/11.4倍。我们预计公司2024-2026年实现归母净利润4.44/5.08/5.84亿元，EPS分别为1.24/1.42/1.63元/股，当前股价对应PE分别为16.7/14.6/12.7倍，公司2024年估值低于行业可比公司平均水平。鉴于公司为出口链核心景气标的，分红率高，产能扩张有保障，首次覆盖，给予“买入”评级。

表12: 2024年公司估值低于行业可比公司平均水平

证券代码	证券简称	收盘价(元)	归母净利润增速(%)				EPS (元/股)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300145.SZ	中金环境	2.99	73.6	84.5	35.0	19.6	0.10	0.19	0.26	0.31	28.9	15.5	11.5	9.6
603129.SH	春风动力	152.49	43.7	28.6	23.4	23.6	6.65	8.56	10.57	13.06	15.3	17.8	14.4	11.7
603699.SH	纽威股份	22.50	54.9	26.9	19.1	17.0	0.95	1.20	1.43	1.68	14.6	18.7	15.7	13.4
002444.SZ	巨星科技	28.39	19.1	28.9	19.9	18.3	1.41	1.81	2.17	2.57	16.0	15.7	13.1	11.0
可比公司平均											16.9	13.7	11.4	
002884.SZ	凌霄泵业	20.69	-9.1	15.6	14.6	15.0	1.07	1.24	1.42	1.63	19.3	16.7	14.6	12.7

数据来源: Wind、开源证券研究所。注释: 除凌霄泵业、春风动力盈利数据为开源证券预测, 其余为 Wind 一致预期, 收盘价截至 2024 年 10 月 23 日



## 5、风险提示

美国地产复苏不及预期：若美国地产复苏不及预期，对应地产后周期产品塑料卫浴泵需求增长可能不及预期。

美国关税风险：若美国地缘政治导致关税增加，公司塑料卫浴泵出口面临增加关税的风险。

国内复苏不及预期：若国内设备更新推进不及预期，国内泵需求可能受影响，公司不锈钢泵业务可能受影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1990	2035	2474	2823	3181
现金	1149	1600	1894	2216	2474
应收票据及应收账款	109	155	126	218	170
其他应收款	1	4	2	5	3
预付账款	28	21	37	31	45
存货	279	236	398	334	472
其他流动资产	425	18	18	18	18
<b>非流动资产</b>	357	351	366	383	389
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	307	294	311	330	336
无形资产	8	8	7	7	7
其他非流动资产	43	50	48	46	45
<b>资产总计</b>	2347	2386	2840	3206	3570
<b>流动负债</b>	110	123	492	735	879
短期借款	0	0	346	592	716
应付票据及应付账款	48	54	76	72	92
其他流动负债	62	69	70	70	71
<b>非流动负债</b>	27	24	24	24	24
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	24	24	24	24
<b>负债合计</b>	137	148	516	759	903
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	358	358	358	358	358
资本公积	688	688	688	688	688
留存收益	1164	1190	1252	1331	1406
<b>归属母公司股东权益</b>	2210	2238	2324	2447	2667
<b>负债和股东权益</b>	2347	2386	2840	3206	3570

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	629	417	294	470	499
净利润	422	384	444	508	584
折旧摊销	27	32	27	31	35
财务费用	-41	-39	-37	-27	-28
投资损失	-1	-1	-7	-3	-3
营运资金变动	207	18	-123	-32	-82
其他经营现金流	17	24	-9	-8	-8
<b>投资活动现金流</b>	595	61	-26	-37	-28
资本支出	64	30	42	49	40
长期投资	636	72	0	0	0
其他投资现金流	23	20	17	12	12
<b>筹资活动现金流</b>	-354	-358	-320	-358	-337
短期借款	0	0	346	246	124
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0	0
其他筹资现金流	-357	-358	-666	-604	-461
<b>现金净增加额</b>	871	121	-52	76	134

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1483	1316	1557	1822	2035
营业成本	952	817	1005	1161	1279
营业税金及附加	13	12	11	14	16
营业费用	16	21	19	22	20
管理费用	27	22	19	26	28
研发费用	50	46	47	53	57
财务费用	-41	-39	-37	-27	-28
资产减值损失	-0	-1	-1	-2	-1
其他收益	4	5	4	4	4
公允价值变动收益	12	6	10	9	9
投资净收益	1	1	7	3	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	488	444	512	587	675
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1	2
<b>利润总额</b>	487	444	512	586	674
所得税	65	60	68	78	90
<b>净利润</b>	422	384	444	508	584
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	422	384	444	508	584
EBITDA	479	427	497	584	679
EPS(元)	1.18	1.07	1.24	1.42	1.63

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-28.1	-11.3	18.4	17.0	11.6
营业利润(%)	-12.2	-9.0	15.3	14.5	15.1
归属于母公司净利润(%)	-12.7	-9.1	15.6	14.6	15.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.8	37.9	35.4	36.3	37.1
净利率(%)	28.4	29.2	28.5	27.9	28.7
ROE(%)	19.1	17.1	19.1	20.8	21.9
ROIC(%)	17.7	15.2	15.2	15.7	16.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	5.8	6.2	18.2	23.7	25.3
净负债比率(%)	-51.6	-71.1	-66.3	-66.0	-65.6
流动比率	18.1	16.5	5.0	3.8	3.6
速动比率	15.2	14.3	4.1	3.3	3.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	9.4	10.0	11.1	10.6	10.5
应付账款周转率	15.4	16.0	15.4	15.6	15.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.18	1.07	1.24	1.42	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	1.76	1.17	0.82	1.31	1.39
每股净资产(最新摊薄)	6.18	6.26	6.50	6.84	7.46
<b>估值比率</b>					
P/E	17.5	19.3	16.7	14.6	12.7
P/B	3.3	3.3	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	12.2	13.6	11.8	9.9	8.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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

## 股票投资评级说明

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

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

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

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

### 北京

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

### 西安

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