

► **多元化发展的泵业隐形冠军。**公司 1993 年以农业泵起家，后切入屏蔽泵市场成长为细分领域龙头，旗下拥有“大元”和“新沪”两大品牌，分别对应民用水泵和屏蔽泵两大产品线，屏蔽泵下游主要包含 (1) 以壁挂炉、热泵配套为主的家用屏蔽泵、(2) 以应用于石油、化工行业为主的工业泵 (3) 应用于新能源汽车、储能、数据机房等场景温控的液冷泵。受益于下游的高景气，公司 2022 年实现营收 16.8 亿，同比+13%，归母净利润+77%至 2.6 亿；2023Q1 营收同比+40%，归母净利润同比+127%。

► **家用屏蔽泵：产品升级&产业机遇双轮驱动，量价齐升有望保持较快增长。**2022 年受益于节能泵&热泵下游高景气度实现量价齐升，家用屏蔽泵业务实现营收 7.46 亿，同比增长+34%，营收占比达到 44%，未来几年仍有望实现快速增长。我们认为家用屏蔽泵业务未来几年的核心驱动因素为：1) 欧洲热泵产业加速发展，预计热泵配套屏蔽泵销量将持续保持快速增长。此外，随着热泵节能水泵产品技术门槛的进一步提高，先发企业在该领域的优势地位将巩固。2) 全球“双碳”目标为公司家用屏蔽泵板块的下游应用领域带来了显著的积极变化和较强确定性的市场成长机遇，受益于前瞻性的产品布局及稳定的市场交付能力，公司节能泵业务保持快速增长。

► **民用泵：发力商泵，集中度有望提升。**民用泵产品主要为潜水泵、陆上泵、井用泵，需求与宏观经济关联度较大，增速中枢在 10%左右，2022 年实现营收 6.6 亿，同比下滑 7%，营收占比进一步降低至 39%。我们认为未来该板块的主要看点为：1) 公司早年间商泵业务发展较缓，未来几年公司将加大商用泵投入力度补齐短板，贡献新的成长增量；2) 随着环保压力增大、劳动力成本逐步退潮以及产品技术门槛提高，面临成本侧和需求侧双重压力的中小泵业存在加速出清的可能，公司有望进一步提升自身份额。

► **工业屏蔽泵：国产替代正当时，保持快速成长。**工业用屏蔽泵在我国发展起步较晚，但近年来我国泵企设计能力、加工精度与生产效率不断提高，产品系列化和通用化程度不断增强，存在明显的国产替代趋势。公司自 2017 年首次进入中石化、中石油等大型央企的采购名单后，工业屏蔽泵业务快速发展，近五年公司工业屏蔽泵业务营收 CAGR 约 30%。目前已进入多家行业龙头公司的供应体系。2022 年实现营收 1.9 亿，同比增长 37%，营收占比提升至 11%。

► **液冷泵：需求方兴未艾，新兴赛道极具潜力。**在储能、数据中心、新能源车等领域核心发热部件发热量几何式提升的背景下，液冷技术逐渐成为解决各场景温控问题的主流技术之一，液冷泵可通过调节冷却液流量来控制电池温度，是液冷热管理系统的不可缺少的核心零部件之一。公司是氢燃料电池液冷泵龙头，在锂动力电池、储能、数据中心等后发领域已有相关产品储备，储能方面已实现小批量订单落地，数据中心方面产品已进入量产阶段，2022 年公司在液冷领域营收达 4000 万元，新兴赛道潜力充足。

► **投资建议：**预计公司 2023-2025 年营收分别为 20.1/23.8/27.8 亿元，同比增长 19.6%/18.4%/16.8%；归母净利润 3.4/4.1/4.8 亿元，同比增长 32.0%/18.3%/18.5%，对应当前市值 14/12/10 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**公司销量增速低于预期，原材料价格上涨，汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,678	2,008	2,376	2,775
增长率 (%)	13.0	19.6	18.4	16.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	261	344	407	483
增长率 (%)	77.1	32.0	18.3	18.5
每股收益 (元)	1.56	2.06	2.44	2.90
PE	19	14	12	10
PB	3.2	2.8	2.4	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 5 月 25 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

29.68 元



分析师 汪海洋

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

分析师 王刚

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang_yjy@mszq.com

目录

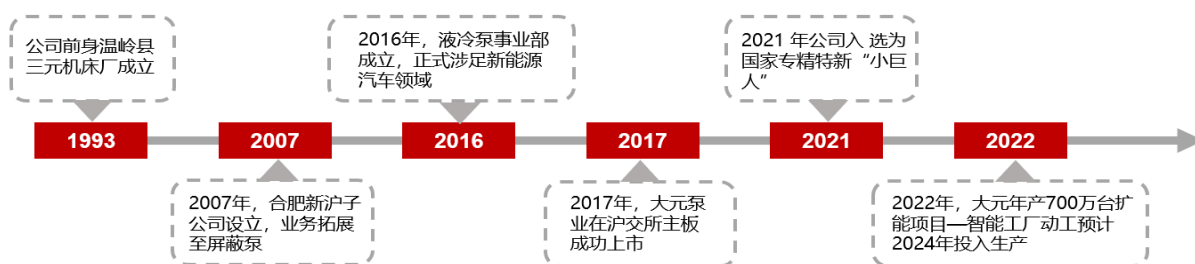
1 泵业隐形冠军，深耕三十载	3
1.1 发展历程：民泵起家的国内屏蔽泵龙头	3
1.2 业务结构：民用水泵+家用屏蔽泵贡献主要收入，工业屏蔽泵保持快速增长	3
1.3 治理结构：家族企业，股权结构稳定	4
1.4 财务分析：营收稳健增长，盈利能力提升	5
2 家用屏蔽泵：产品升级&产业机遇双轮驱动，量价齐升有望保持较快增长	7
2.1 欧洲热泵产业加速发展，具备较高配套潜力	8
2.2 节能泵加速渗透，价格&盈利能力齐升	10
3 民用泵：发力商泵，集中度有望提升	12
4 工业屏蔽泵：国产替代进程加快，保持快速增长	15
5 液冷泵：需求方兴未艾，新兴赛道极具潜力	17
6 盈利预测与投资建议	20
6.1 盈利预测假设与业务拆分	20
6.2 估值分析	22
6.3 投资建议	22
7 风险提示	23
插图目录	25
表格目录	25

1 泵业隐形冠军，深耕三十载

1.1 发展历程：民泵起家的国内屏蔽泵龙头

公司成立于 1990 年，1993 年以民用泵业务起家，2007 年成立合肥新沪子公司，业务拓展至屏蔽泵，2016 年成立液冷泵事业部，2022 年成立全资子公司合肥新沪新能源，强化液冷车泵布局。目前已成为拥有数十年品牌历史的全球知名品牌民用水泵提供商，同时也是国内屏蔽泵行业龙头企业。

图1：公司发展历程

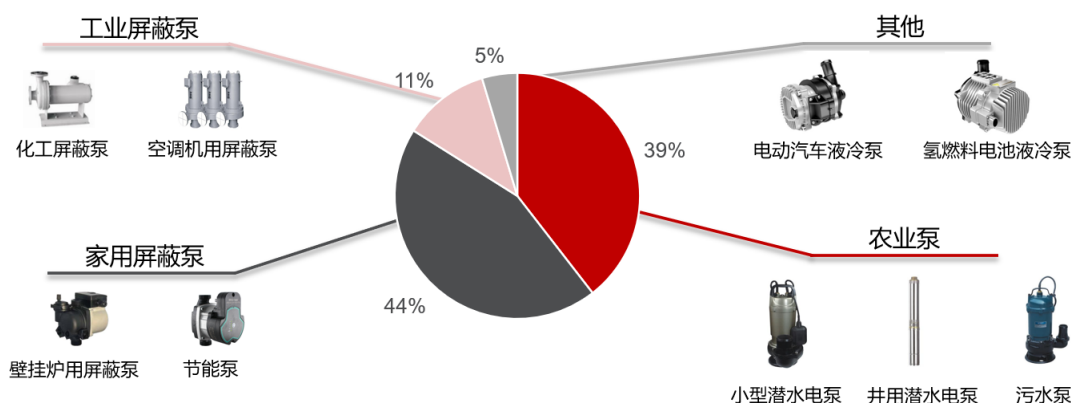


资料来源：公司官网，招股说明书，民生证券研究院

1.2 业务结构：民用水泵+家用屏蔽泵贡献主要收入，工业屏蔽泵保持快速增长

公司三大业务分别为农业泵、家用泵和工业泵，液冷车泵为公司布局的新兴业务板块。1) 农业泵定位中高端，产品主要有小型潜水电泵、井用潜水电泵、陆上泵等，该业务主要由母公司负责运营；2) 家用泵以壁挂炉用屏蔽泵和节能泵产品为主；3) 工业泵产品主要包括主要产品包括化工屏蔽泵、空调制冷屏蔽泵。屏蔽泵业务主要由合肥新沪子公司和安徽新沪子公司负责运营。

图2：公司主营业务结构（2022年）



资料来源：wind，公司官网，民生证券研究院 注：图中数据为公司 2022 年各业务营收占比

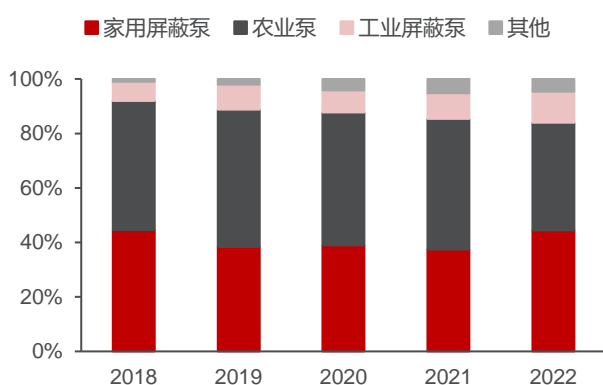
家用屏蔽泵：以壁挂炉、热泵配套为主，历史上国内需求受“煤改气”等政策影响需求波动较大，2022年受益于节能泵下游高景气度实现量价齐升，实现营收7.46亿，同比增长+34%，营收占比达到44%，首次超过农业泵，成为公司第一大收入来源。

民用泵：民用泵产品主要为潜水泵、陆上泵、井用泵，需求与宏观经济关联度较大，增速中枢在10%左右，2022年实现营收6.6亿，同比下滑7%，营收占比进一步降低至39%。

工业泵：目前主要为化工、制冷屏蔽泵等产品，受益于国产替代步伐加快，环保政策趋严及公司产品技术性能的整体提升，近年来保持快速增长，2022年实现营收1.9亿，同比增长37%。

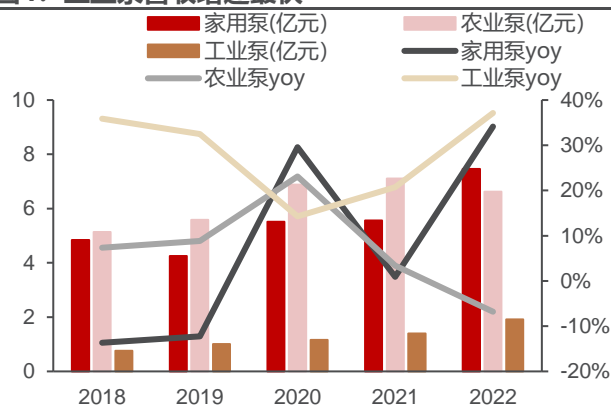
液冷泵：产品主要用于液冷温控领域，目前场景以新能源、风电为主，已完成储能和数据机房液冷产品储备。2022年实现营收约0.4亿，同比增长2倍以上。

图3：2022年家用泵营收占比首次超越农业泵



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：工业泵营收增速最快

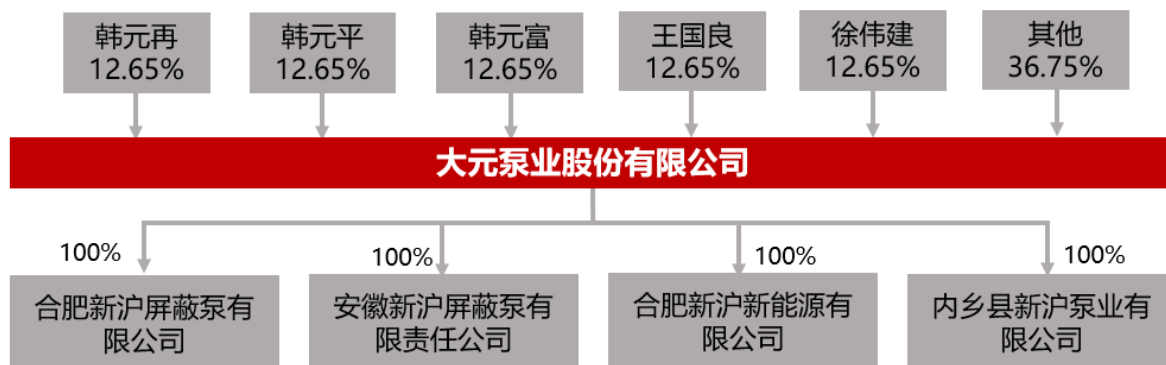


资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 治理结构：家族企业，股权结构稳定

持股比例集中，股权结构稳定。公司实际控制人为韩元富、韩元平、韩元再、王国良、徐伟建，截至2022年年底各持股12.65%，作为一致行动人共同持有公司63.2%的股份。其中，韩元富担任公司董事长，其与韩元再、韩元平为兄弟关系，王国良为韩氏三兄弟妹夫，徐伟建与三兄弟系表兄弟关系。5位一致行动人中有3人在大元泵业管理层任职，韩元富任董事长，韩元平、王国良为董事。2023年1月5日，韩元富因个人原因辞去公司财务总监、总经理职务，由叶晨晨任财务总监一职，王侣钧担任总经理一职。

图5：公司持股比例集中（2022 年年报）



资料来源：wind，民生证券研究院

表1：公司核心高管背景

姓名	职务	学历	主要工作经历
韩元富	董事长	大学本科	曾任巨化集团电石厂财务科会计兼科长、巨化集团合成氨厂财务科科长、巨化集团财务处副处长、大元有限董事、总经理，现任本公司董事长。目前其也兼任上海新沪董事、达因有限董事、合肥达因董事、安徽达因董事。
韩元平	董事	初中	曾任大元有限董事长、董事、合肥新沪董事长。现任子公司安徽新沪董事长兼总经理及本公司董事，目前其也兼任上海新沪董事长。
王国良	董事	大专	曾任大元有限监事会主席、安徽新沪董事长兼总经理、合肥新沪董事。现主要担任本公司董事及子公司合肥新沪董事长兼总经理，现任本公司董事，目前也兼任上海新沪董事、达因有限董事、合肥达因监事、安徽达因监事。
黄霖翔	董事会秘书	本科	曾在福建七匹狼实业股份有限公司、深圳九富投资顾问有限公司、浙江东望时代科技股份有限公司、金卡智能集团股份有限公司从事内控、证券事务、投资者关系及投资等类型工作，在相关企业历任证券事务代表、董事会办公室主任、投资部负责人及上市公司下属子公司董事等职务，2022 年 6 月起担任本公司董事会秘书。
寇剑	监事会主席	硕士研究生	历任合肥新沪技术员、装配员、测试员、车间主任、生产计划经理、汉高（中国）投资有限公司销售经理、合肥新沪总经办专项经理等职。现任安徽新沪监事、河南新沪监事、新沪新能源监事、合肥领培教育科技有限公司监事。2021 年 6 月起担任本公司监事会主席。
王侣钧	总经理	本科	历任合肥新沪管理培训生、公司内贸部经理、总经理助理等职务。现任安徽新沪董事、河南新沪执行董事兼总经理、新沪新能源董事、浙江雷客执行董事。2023 年 2 月起担任本公司总经理。
叶晨晨	财务总监	本科	历任公司财务部会计、财务组长、财务部任副经理。2023 年 1 月起担任本公司财务总监。

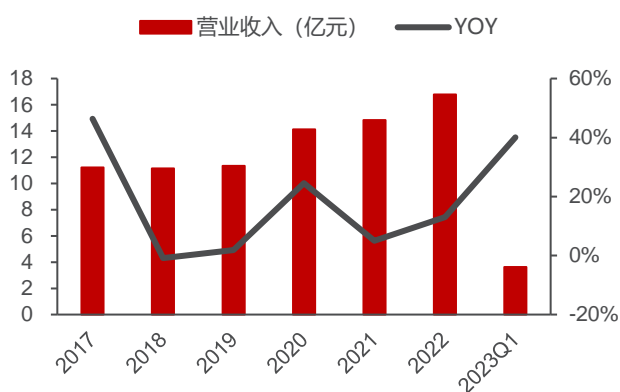
资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 财务分析：营收稳健增长，盈利能力提升

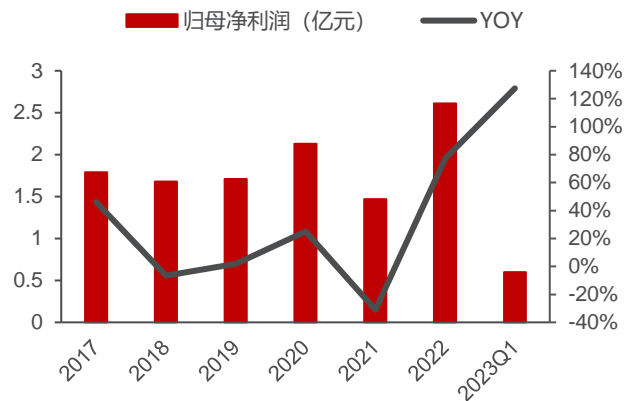
家用屏蔽泵+工业泵高增，带动营收保持较快增长。在家用屏蔽泵+工业泵高增带动下，2022 公司实现营业收入 16.78 亿元，同比+13.05%，整体保持稳健增

长。23Q1 公司实现营收 3.6 亿，同比增长 40%，主要受益于家用屏蔽泵业务增速进一步提速。拆分来看，23Q1 民用泵业务开始恢复性增长，营收增速超过 10%；家用屏蔽泵业务在低基数下实现超 60% 的高速增长，主要受益于公司节能泵产品下游的高景气；工业泵仍保持快速增长，同比增长约 30%。

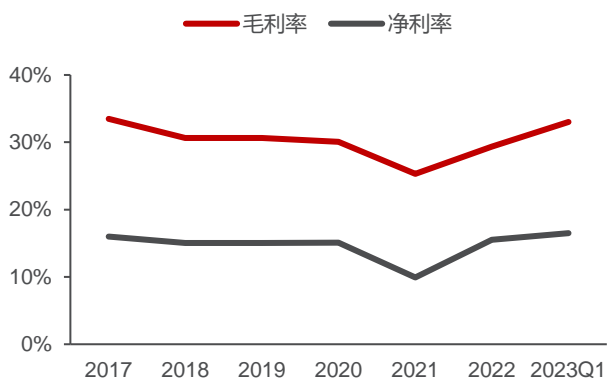
毛利率显著回升，盈利能力优化。2022 全年公司毛利率同比+4.1pct 至 29.36%，2023Q1 毛利率进一步同比提升 7.8pct 至 33.0%，我们认为毛利率提升主要受益于原材料价格下行以及产品结构持续优化。2022 全年公司销售、管理、研发、财务费用率同比分别-0.3/-1.0/-0.4/-1.4pct，2023Q1 费用率同比小幅提升。上述因素综合影响下，2022 全年公司净利率同比大幅+5.62pct 至 15.54%，2023Q1 净利率同比提升 6.3pct 至 16.5%。

图6：2023 年 Q1 营业收入同比+40%


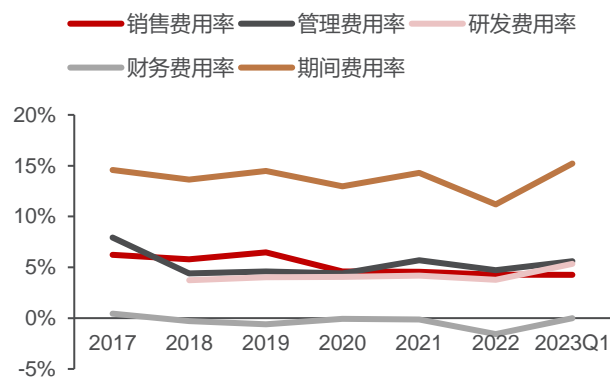
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2023 年 Q1 归母净利润同比+127%


资料来源：wind，民生证券研究院

图8：毛利率及净利率较 2021 年改善


资料来源：wind，民生证券研究院

图9：期间费用率维持稳定


资料来源：wind，民生证券研究院

2 家用屏蔽泵：产品升级&产业机遇双轮驱动，量价齐升有望保持较快增长

公司家用屏蔽泵主要配套壁挂炉，热泵为新增高潜力应用场景。屏蔽泵因其无泄漏、噪声低、寿命长、体积小、对水质要求低的优秀特性，被广泛应用于家用及集中供暖领域，用于热水等介质的输送。公司家庭用屏蔽泵的下游市场覆盖包括全屋供暖、全屋增压与水循环、厨房家电配套、卫浴、卧室、客厅、室外管路及花园等全屋智慧与舒适家生活场景，应用领域十分广阔。

图10：公司家用屏蔽泵产品矩阵

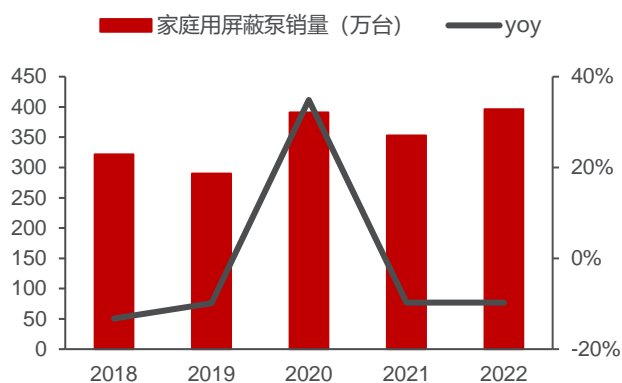
类别	产品实例	描述	功能及应用
壁挂炉泵	 普通型壁挂炉泵  节能型壁挂炉泵	新沪燃气壁挂炉泵是利用异步电机在230V/50Hz的交流电压下运转湿转子结构(轴承通过泵内液体润滑)。水泵安装在燃气壁挂炉的水力模块上应用于加热系统。	1、燃气壁挂炉系统、加热系统、冷却系统等； 2、电能转化为水 3、传导热水； 4、把热水系统中的气体排除。
机械泵	 热水循环泵  加压机离心式水泵  卧式多级离心泵  卧式多级变频泵	不锈钢材质；结构紧凑，节省空间；噪音低，使用寿命长，扬程高。	1、热水循环及采暖系统； 2、空气源、太阳能、空调系统； 3、工业循环系统； 4、家庭用水增压； 5、家庭花园供水； 6、清洗及园林喷灌系统； 7、商用供水系统； 8、锅炉给水系统； 9、冷却水系统等不同领域。
管道泵		产品由水泵和单相屏蔽式(湿式转子)电动机两部分组成。水泵部分主要有叶轮、泵体等部件组成。电机部分主要有定子、转子、屏蔽套、放气螺钉等部件组成。	1、单管和双管供热系统及大型系统中的混合回路； 2、城市公寓、市郊别墅、住宅供水增压、地热系统和热水循环，冷却系统和空调系统里的液体的循环，锅炉太阳能供水等不同领域。
节能泵	 热泵节能泵  GPA III  GPA IV	产品低噪音，舒适度高；低能耗；自带过压和过流保护；配备可松脱的电源快插接头。	1、家庭采暖和生活供水系统； 2、空气源、地源系统； 3、空调系统； 4、工业循环系统； 5、太阳能系统
零冷水泵		安装、使用简单。产品具有一键启动、定时模式、全天模式等功能，可以定温定时设置，可根据实际需求进行设置，舒适度高。产品运行噪音低，耗电量低。	家用生活热水系统中的水循环或增压

资料来源：新沪官网，民生证券研究院

历史上家用屏蔽泵主要配套国内外壁挂炉，该品类市场发展整体较为成熟，后“煤改气”时代国内壁挂炉市场整体需求走弱，但一方面国内壁挂炉行业需求未来将不再受到政策扰动，有望趋于稳健，另一方面，2021年国内壁挂炉配套用泵实现收入占本业务板块的总收入比降至约23%。

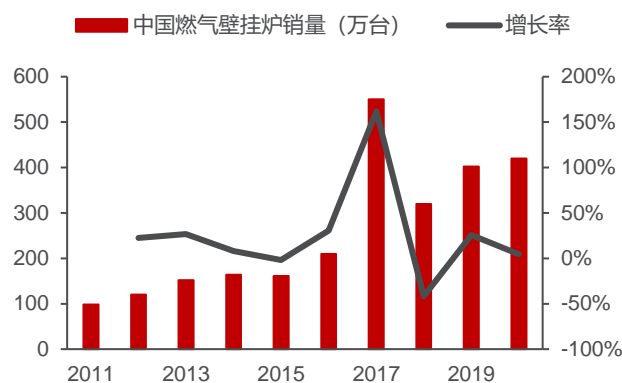
目前家用屏蔽泵市场的机遇主要为（1）能源转型背景下，空气源为代表的新型家庭热管理终端需求快速兴起，带来新的业务需求增量；（2）欧洲市场传统型壁挂炉向节能壁挂炉转型过程中对节能屏蔽泵的需求的提升，产品结构升级带来了单台价值量的提升。

图11: 公司家用屏蔽泵销量



资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 国内燃气壁挂炉销量



资料来源: 中国土木工程学会燃气分会, 华经产业研究院, 民生证券研究院

2.1 欧洲热泵产业加速发展, 具备较高配套潜力

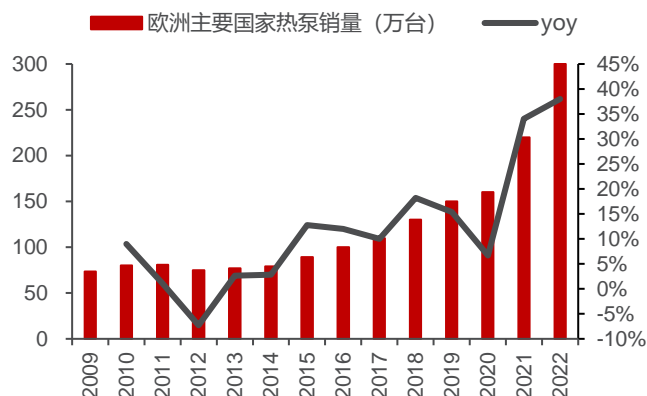
欧洲加速能源转型, 各国积极布局热泵。在碳中和大趋势下, 热泵是欧洲电气化重要战略布局, 叠加能源安全问题加速能源结构转型, 各国热泵部署进一步加速。欧盟于 2021 年 6 月通过《欧洲气候法》, 以法律形式确立了 2030 年减排目标和 2050 年碳中和目标。2022 年 5 月, 欧盟公布的“RepowerEU”能源计划则更清晰地提到“将热泵的部署速度提高一倍”, 部分欧洲国家亦出台政策明确未来热泵部署目标。

表2: 欧盟及欧洲部分国家热泵部署目标

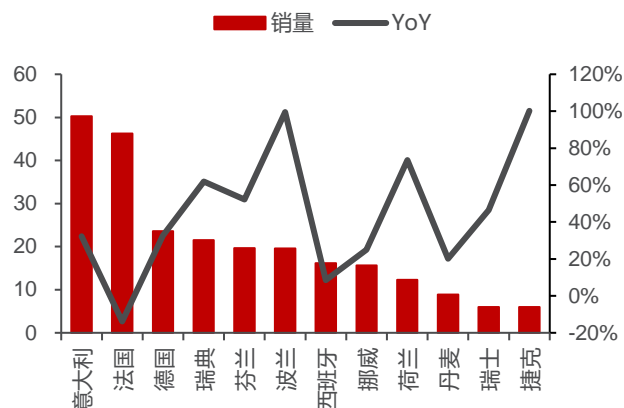
国家	计划年份	政策目标
欧盟	2030	较 2022 年新增部署 3000 万台
比利时	2030	热泵安装量较 2018 年增加 5 倍以上
德国	2024	每年安装 50 万台
	2030	总量达 600 万台
法国	2023	热泵安装量达到 270 万至 290 万
英国	2028	热泵每年安装量 60 万台
西班牙	2030	热泵安装量较 2020 年增加 6 倍以上
匈牙利	2030	热泵安装量较 2020 年增加 6 倍以上
波兰	2030	热泵安装量较 2017 年增加 3 倍以上
意大利	2030	热泵安装量较 2017 年增加 2 倍以上

资料来源: IEA, 民生证券研究院

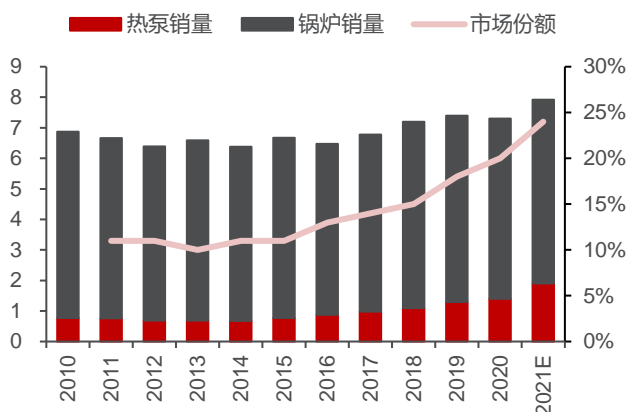
欧洲热泵需求井喷式增长, 迎来黄金成长期。欧洲热泵市场自 2015 年起提速, 2021 年、2022 年受能源价格大幅上涨及新一轮补贴政策的刺激, 销量分别同比+34%、+38%, 22 年增速创历史新高。基于“REPowerEU”的规划, EHPA 预测到 2026/2030 年时, 欧盟热泵累计安装量将增加 2000/6000 万台, 2030 年销量有望达到 1200 万台以上。

图13: 欧洲热泵快速增长


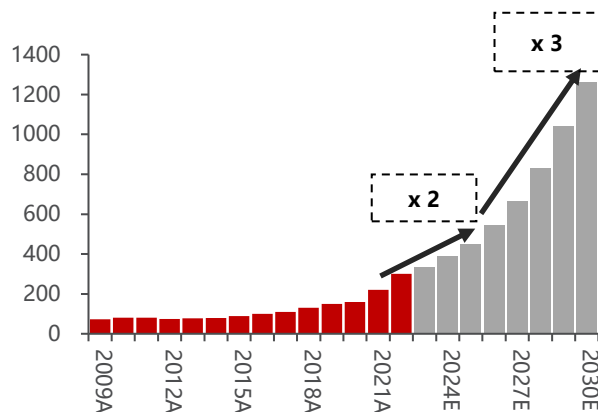
资料来源: EHPA, 民生证券研究院

图14: 2022 年欧洲主要国家热泵市场规模 (万台)


资料来源: EHPA, 民生证券研究院

图15: 欧洲热泵渗透率近年加速提升 (单位: 百万台)


资料来源: EHPA, 民生证券研究院

图16: 欧洲 21 国热泵市场销量预测 (单位: 万台)


资料来源: EHPA, 民生证券研究院

预计 2025 年欧洲热泵市场销量有望达到 585 万台, 对应市场规模 417 亿欧元。在碳减排+能源结构加速转型下, 未来几年欧洲热泵市场有望迎来快速发展的黄金期。经我们测算, 保守估计 2022-2025 年欧洲产品均为维持在 7125 欧元/台, 预计 2025 年欧洲热泵市场销量达到 585 万台, 对应市场规模 417 亿欧元。

表3: 欧盟热泵市场规模测算

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
建筑存量 (亿)	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
热泵保有量 (万台)	1998	2388	2876	3461	4151
渗透率	17.37%	20.77%	25.00%	30.09%	36.09%
年销售量	300	390	488	585	690
YOY	36%	30%	25%	20%	18%
产品均价 (欧元/台)	7125	7125	7125	7125	7125
市场规模 (亿欧元)	214	278	347	417	492

资料来源: EHPA, 民生证券研究院

热泵配套屏蔽泵具有较大增量空间。2022 年为公司热泵业务元年, 欧洲热泵

的快速发展带动了公司相关高价值量节能型产品的快速发展,根据公司公告,2022年1-7月公司在热泵配套屏蔽泵销售约10.1万台,其中节能型屏蔽泵超过总量的50%,2022年全年实现销售收入超过1亿元。公司目前已与美的、格力、海尔、三星、大金等国内外主流家电企业建立起合作关系,预计热泵配套屏蔽泵销量将持续保持快速增长。热泵节能水泵对流量控制能力提出更高的要求,随着该类型产品技术门槛的进一步提高,将巩固先发企业在该领域的优势地位,公司有望充分受益欧洲热泵市场对节能泵带来的增量需求。

2.2 节能泵加速渗透, 价格&盈利能力齐升

节能泵契合全球双碳目标, 家用屏蔽泵迎来产业升级机遇。在全球“双碳”目标下,作为高耗能代表产品的泵系统的减碳至关重要,节能、环保已成为泵类产品研发创新的核心价值所在。在壁挂炉节能化改造设计中,替换普通壁挂炉泵为节能泵是节能化改造的高性价比选择。根据公司公告,作为中国本土领先的家用节能泵提供商, **公司对节能产品的要求和目标是同等条件的能耗较普通产品至少下降50%**。因此,我们认为全球“双碳”目标下为公司家用屏蔽泵板块的下游应用领域带来了显著的积极变化和具有较强确定性的市场成长机遇。

表4: 公司节能型与普通型壁挂炉泵产品参数对比

节能型壁挂炉泵						
规格型号	电压/频率 U(V)/f(Hz)	档位 Speed	流量 Q(m³/h)	扬程 H(m)	功率 P(W)	电流 I(A)
GPA15-7.5III Z027	230/50	7.5	2.4	7.5	60	0.50
		7	2.2	7	52	0.45
		6	2.1	6	39	0.35
		5	1.9	5	33	0.30
GPA15-7.5III Z106	230/50	7.5	2.4	7.5	60	0.50
		7	2.2	7	52	0.45
		6	2.1	6	39	0.35
		5	1.9	5	33	0.30
GPA15-7.5III Z108	230/50	7.5	2.4	7.5	60	0.50
		7	2.2	7	52	0.45
		6	2.1	6	39	0.35
		5	1.9	5	33	0.30
普通型壁挂炉泵						
规格型号	电压/频率 U(V)/f(Hz)	档位 Speed	流量 Q(m³/h)	扬程 H(m)	功率 P(W)	电流 I(A)
GPD15-4SZ027	230/50	III	2.0	4.0	130	0.28
		II	1.2	3.0	110	0.22
		I	0.8	2.0	90	0.15
GPD15-5SZ027	230/50	III	2.2	5.0	100	0.40
		II	1.5	4.0	70	0.30
		I	1.0	2.5	55	0.22
GPD15-6SZ027	230/50	III	2.5	5.7	85	0.45
		II	1.8	4.5	60	0.35
		I	1.0	2.5	40	0.25

资料来源: 新沪官网, 民生证券研究院

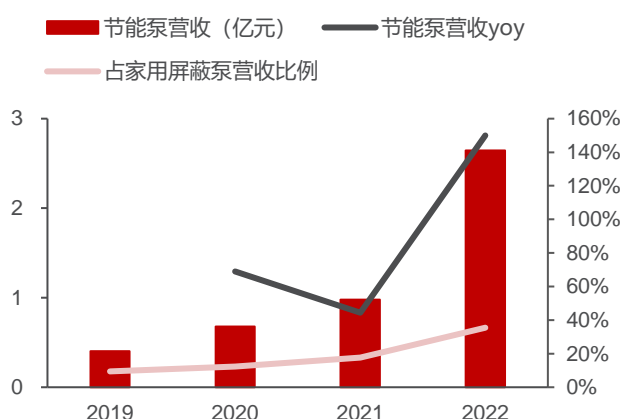
海外市场先行, 国内市场处于起步阶段。根据公司2021年年报,目前高效节能泵主要在欧盟、北美等市场销售。根据公司公告,2021年欧洲壁挂炉保有量约在7,800万台左右,目前以置换需求为主,每年总体仍能保持600-700万台的置换市场,其中置换需求中的80-90%为节能泵需求。国内市场尚未规模化启动,未

来在“双碳”趋势下，家庭用节能泵产品具备长足发展空间。

本土领先家用节能泵提供商，技术领先行业。公司子公司合肥新沪多年来持续开展对于下一代家用高效节能泵产品的研发和创新，其节能泵技术处于国内同行业领先地位，在电机设计、控制器设计及算法等技术上具有一定的先发优势。根据公司 2021 年年报，公司第三代节能泵产品顺利完成验证并实现批量订单交付，**对下游包括威能、博世等市场份额排名全球前 10 的整机厂商均实现配套供应或覆盖。**目前公司家用节能屏蔽泵尚处于市场拓展初期，海外市场占有率不足 5%。家用泵的节能技术应用与升级趋势确定性较强，并将带动行业竞争格局持续优化。子公司合肥新沪未来有望深度参与全球市场竞争，并依托技术创新能力进一步强化在国内外市场的竞争优势。

受益于前瞻性的产品布局及稳定的市场交付能力，节能泵保持快速增长。2022 上半年公司家用屏蔽泵板块主要产品实现销售收入 2.39 亿元，同比增长 22.1%，其中节能泵业务实现销售收入 0.65 亿元，同比增长 39.6%。2022 年全年节能泵收入同比增长超过 150%，销售量超过 100 万台。

图17：公司节能泵收入快速增长



资料来源：wind，民生证券研究院

产能扩张保障业务增长需求。截至 2022 年 9 月，公司家用屏蔽泵年产能超过 400 万台，其中节能泵年产能约占总产能的 1/4 左右。针对 2022 年以来节能泵产品渗透率及销售不断量不断提升的市场情况，公司计划到 2023 年实现 150 万台/年的产能规划。

表6：公司屏蔽泵扩产项目

项目名称	扩产规模	投资额	资金来源	短期产能目标	项目进展
合肥屏蔽泵扩能项目	实现年产 800 万台屏蔽泵	12 亿元	自筹资金	2023 年实现 150 万台/年产能	2022 年 11 月土地指标落地

资料来源：《关于合肥屏蔽泵扩能项目的进展公告》，民生证券研究院

表5：节能泵和传统屏蔽泵对比

	节能泵	传统屏蔽泵
特点	通过电子控制器实现自动调整流量，达到节能的目的；电子控制器可以监测水泵工作状态，预防卡泵等问题发生	结构相对简单，内部泄漏严重，对密封性有较高的要求；摩擦损失较大，泵的寿命缩短
设计结构	通常采用多级离心泵或轴向流泵	通常采用单级或多级离心泵
能效	在相同扬程（指单位重量流体经泵所获得的能量）参数下，公司高效节能泵产品相较于传统常规型产品平均降低功耗约达 60%左右	
主要客户	欧美壁挂炉、热泵厂商	国内壁挂炉、热泵厂商

资料来源：上证路演中心，民生证券研究院

3 民用泵：发力商泵，集中度有望提升

民用泵分为农泵和商泵。其中农泵主要以小型潜水电泵、井用潜水电泵、陆上泵为主，以传统农业、生活取水为主要应用场景；商泵主要以管道泵、多级泵、排污泵等产品为主，以房地产、大基建、工业配套等场景需求为主。

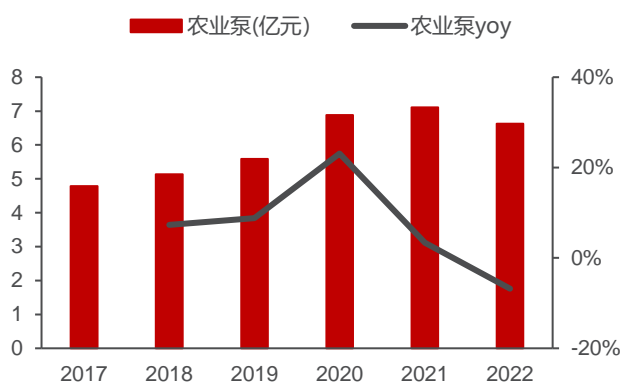
图18：公司农业泵产品及用途



资料来源：公司官网，民生证券研究院

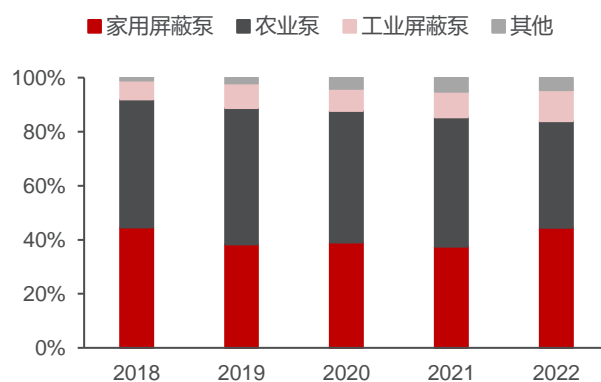
民用泵需求与宏观经济关联度较大，疫后经济复苏下有望恢复稳健增长。2022年疫情及经济低迷下，民用泵板块实现营收 6.6 亿，同比下滑 7%。随着疫后经济逐步复苏，民用泵产品需求也开始恢复性增长，23Q1 民用泵收入同比增长超过 10%。

图19：公司民用泵收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

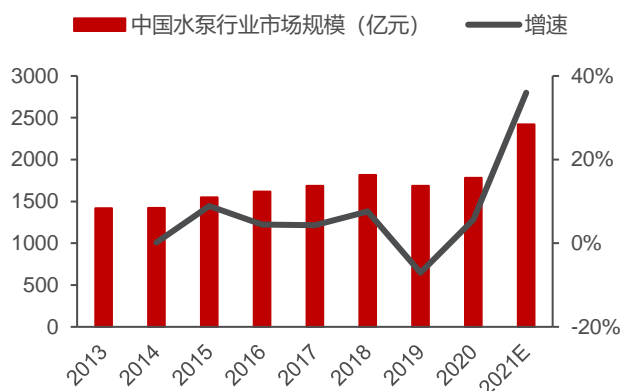
图20：民用泵收入占比持续下降



资料来源：wind，民生证券研究院

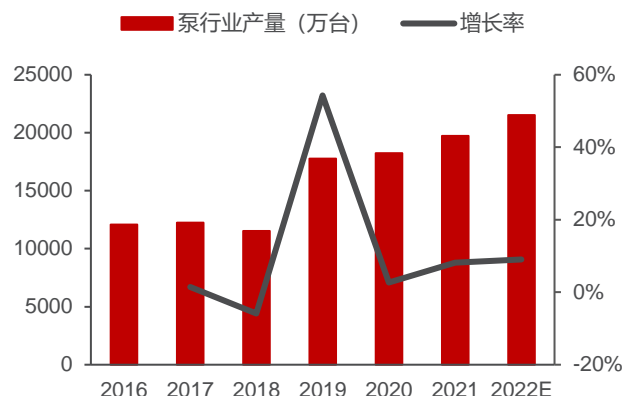
农业水泵市场规模较大，但集中度很低。根据华经产业研究院数据，2021年我国水泵行业市场规模约 2422 亿元，2016-2021 年复合增速 8%。农业水泵生产商数量众多，大多数企业规模较小，年产值仅为数百万到数千万之间，市场格局较为分散。根据华经产业研究院数据，2020 年中国水泵行业份额前三为利欧股份、凌霄泵业、大元泵业，份额分别为 1.14%、0.8%、0.76%。

图21：中国水泵行业市场规模稳健扩张



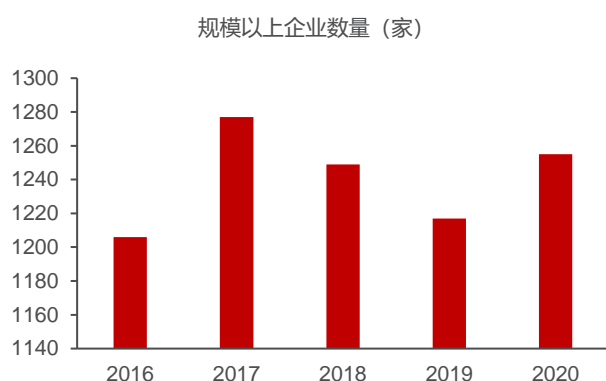
资料来源：中国通用机械协会，华经产业研究院，民生证券研究院

图22：中国水泵行业产量持续扩张



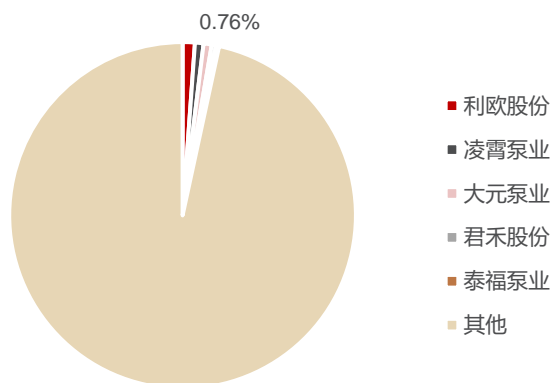
资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

图23：规模以上(年销售额超2千万)水泵企业数量



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

图24：中国农用水泵市场竞争格局 (2020)



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

行业集中度有望持续提升。国内民用泵长期处于同质化竞争状态，市场参与主体众多，自主创新投入不足，近年来随着环保压力不断增大、劳动力红利逐步退潮、产品技术门槛提高、知识产权及税务越加规范等多重因素的影响，面临成本侧和需求侧双重压力的中小泵企被淘汰出局的风险加大，市场未来存在逐步出清、整合的机会。

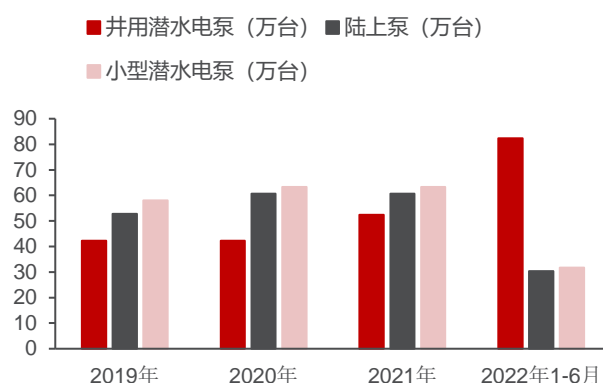
加大逆产业周期布局，扩能+技改有望带来广阔空间。在农用水泵领域，公司拥有泵轴的机械密封、智能自吸泵等完全自主知识产权技术，未来将在现有量产产品的基础上，进一步加大对不锈钢泵、塑料泵等大类产品的开发、制造与市场拓展。公司基于对行业长期竞争格局不断优化的判断，加大了逆产业周期下的业务布局，通过实施民用水泵技改项目，建设智慧型工厂、加大自动化技术的使用，以应对未来国内劳动力红利退出后的产业发展环境。公司此举将进一步改善产品结构，抢占农用水泵市场份额。

图25：公司农业泵产能扩张计划

项目名称	投资总额	拟使用募集资金
年产300万台高效节能水泵及年产400万台民用水泵技改项目	10.03	4.20
其中： 年产400万台民用水泵技改项目	5.23	-
其中： 年产300万台高效节能水泵扩能项目	4.80	4.20
补充流动资金	0.30	0.30
合计	10.33	4.50

资料来源：公司可转债募集说明书，民生证券研究院
注：可转债产能扩产计划发布于2022年12月

图26：2019-2022H1 公司农业泵产能



资料来源：wind，民生证券研究院

商泵市场快速发展，人才&产能齐发力。随着国内城镇化、工业化水平快速提升，以房地产、大基建、工业配套等场景需求为主推动双吸泵、立卧式多级泵、排污泵等工商业用泵市场快速发展，根据 Mordor Intelligence 数据，2021-2026 年全球商用泵市场预计将以 5.75% 的复合年增长率增长。公司商泵业务营收基数较低，未来几年将以丰富产品类型、拓展下游市场为主要抓手，聚焦核心品类，着重发力商泵业务。

图27：商泵市场主要外资“玩家”



资料来源：Mordor Intelligence，民生证券研究院

图28：商泵市场主要内资“玩家”



资料来源：各公司官网，民生证券研究院

4 工业屏蔽泵：国产替代进程加快，保持快速增长

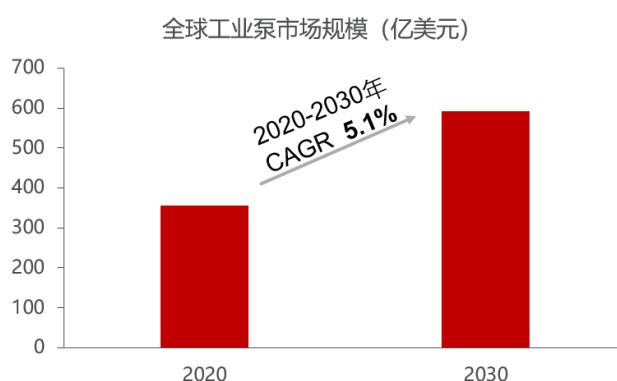
工业泵应用广泛，市场规模成长可期。屏蔽泵具有耐腐蚀、无泄漏、低噪音、免维护等特点，在“易燃爆、高温、强腐蚀”等液体环境较多的工业场景存在较强的应用价值，特别是在石化领域，屏蔽泵凭借高密封性、高耐腐蚀性逐渐成为高端工业领域标配。根据元哲咨询数据，全球工业泵市场规模将从 2020 年的 356 亿美元增长至 2030 年的 592 亿美元，复合年增长率 5.1%。据新思界，2020 年我国化工泵市场总规模约为 238 亿元。

图29：工业泵应用领域广泛



资料来源：民生证券研究院

图30：全球工业泵市场规模及复合增速



资料来源：元哲咨询，民生证券研究院

高端市场外资主导，国产替代开启新纪元。全球工业泵行业的主要参与者包括美国福斯、丹麦格兰富、德国凯士比、美国 ITT 公司、日本荏原、德国威乐等公司，高端工业泵以外资企业为主。除公司下属子公司新沪外，目前国内主要竞争对手包括大连帝国、海密梯克、大连环友、大连四方、上海日机装、佳电股份等，整体上看，工业用屏蔽泵在我国发展起步较晚，但近年来以国内民营资本为背景的企业技术进步较快，设计能力不断提升，加工精度与生产效率不断提高，产品系列化和通用化程度不断增强，国产替代趋势显著，未来国产替代空间广阔。

图31：全球工业泵行业头部企业



资料来源：Mordor Intelligence，民生证券研究院

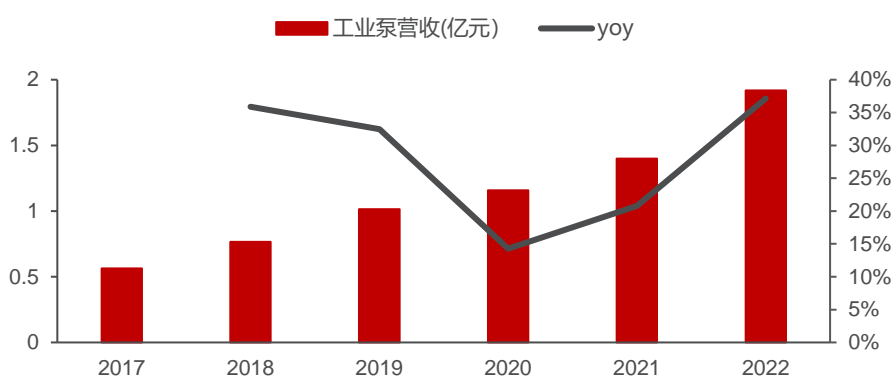
图32：中国工业泵行业主要参与者



资料来源：各公司官网，民生证券研究院

工业屏蔽泵量价齐升,国产替代+制造业高端化进一步释放产能。公司自 2017 年首次进入中字头大型央企的采购名单后,工业屏蔽泵业务快速发展,近五年公司工业屏蔽泵业务营收 CAGR 约 30%。公司工业泵产品以定制化属性较强,以直销模式为主,坚持走中高端路线的市场定位和高举高打的竞争策略。公司抓住屏蔽泵在高端石化领域的渗透率提升、国产化替代机遇,不断拓展下游客户,目前已打入中石化、中石油、俄罗斯天然气、万华集团、神华集团、中核团等多家行业龙头公司的供应体系。公司持续推进工业屏蔽泵产能提升计划,在国产替代、制造业转型升级和新基建背景下,未来公司产能存在进一步释放空间。

图33：公司工业屏蔽泵营收及同比增速

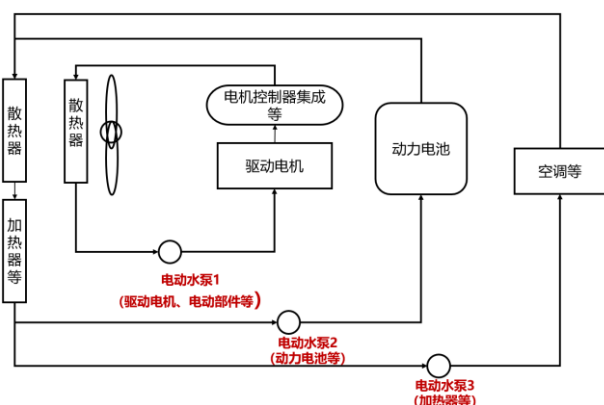


资料来源：wind，民生证券研究院

5 液冷泵：需求方兴未艾，新兴赛道极具潜力

电池功率密度提高催生液冷方案需求高涨，液冷泵作为核心零部件之一有望受益。在储能、数据中心、新能源车等领域核心发热部件发热量几何式提升的背景下，风冷方案已逐渐无法满足发热部件的散热需求，液冷技术逐渐成为解决各场景温控问题的主流技术之一，液冷泵（电子水泵）通过电机驱动叶轮旋转，在离心力的作用下将冷却液甩向水泵壳体的边缘，叶轮中心经压差作用下将新的冷却液吸入叶轮中，实现冷却液的循环。液冷泵是冷却介质流动的动力来源，可通过调节冷却液流量来控制电池温度，是液冷系统中必不可少核心部件之一。

图34：新能源车中电动水泵组成的循环水路结构图



资料来源：《浅析新能源汽车上电动水泵的应用》，民生证券研究院

图35：车用电子水泵典型结构



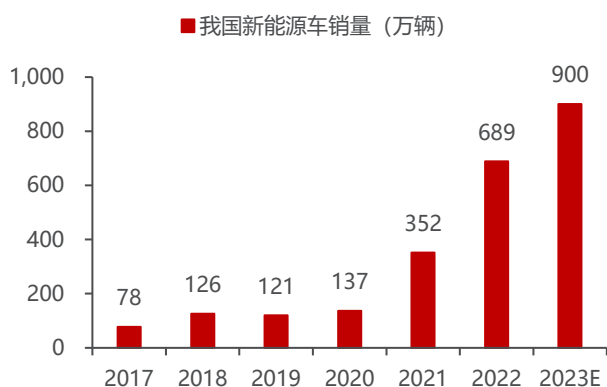
资料来源：《车用电子水泵匹配设计及流体分析》，民生证券研究院

液冷是目前车用锂电池及氢燃料电池的主流冷却技术。新能源车电池热管理具有功率密度高、车体物理空间有限等特点，液冷方案更能适应新能源车的热管理需求。目前新能源汽车主要分为锂电池车、插电混动车及氢燃料电池车：

1) 锂电池汽车已经进入比较成熟的阶段，2022 年我国新能源车销量 688.7 万台，其中纯电动锂电池车接近 80%，据中汽协预测，2023 年我国新能源车销量有望达 900 万台，按照每台电车使用 2 个电动水泵，每台水泵价格 200-300 元计算，我们测算 2023 年车用电子水泵对应市场空间约为 36-54 亿元。

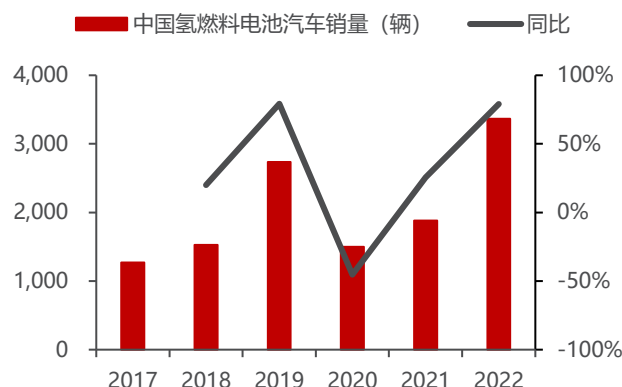
2) 氢燃料电池汽车仍处于发展初期，近五年年销量保持在几千台左右。其中，2017-2019 年是我国氢燃料电池车汽车销量持续提升的阶段，2020 年由于疫情及补贴退坡等因素销量出现短期下滑情况，2021 年后重新恢复增长，2022 年我国氢燃料电池汽车销量 3367 量，同比+79%。

图36: 2017-2022 年我国新能源汽车销量



资料来源: wind, 中汽协, 民生证券研究院

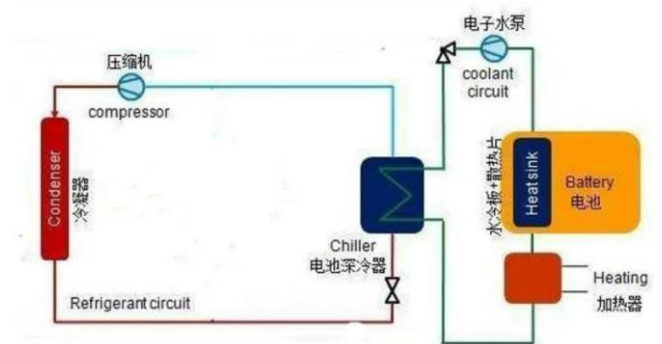
图37: 2017-2022 年我国氢燃料电池汽车销量



资料来源: 中国氢能联盟研究院, 民生证券研究院

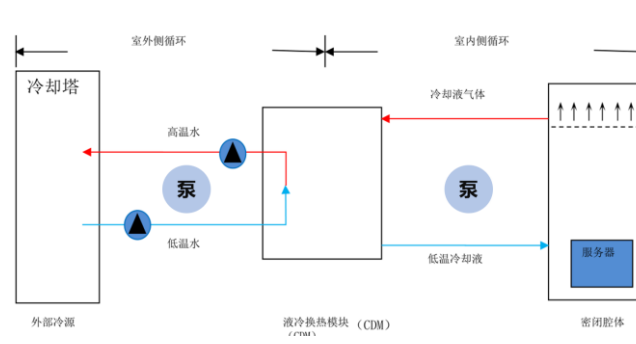
储能、数据中心温控广阔蓝海，液冷渗透率稳步提升。目前储能、数据中心的主流温控方案为风冷和液冷，其中风冷方案改造成本低、发展时间久、成熟度最高，但移热速率有限、占用体积空间较大、散热不均匀影响电池寿命及安全等优点限制了储能集装箱、数据中心的整体功率密度的提升，因此液冷方案的渗透率处于快速提升阶段。当前时点来看，我们认为 2022 年储能、数据中心存量市场中液冷方案的渗透率在 20%左右，根据我们的《赛道高景气，百舸争流产品为王》及《数据中心温控趋势报告》，我们预计至 2025 年储能、数据中心（通用机柜）热管理 2025 年全球市场规模分别有望达到 140 亿、340 亿元。

图38: 储能液冷原理图



资料来源: 兴储世纪, 民生证券研究院

图39: 数据中心液冷原理图



资料来源: 《中国液冷数据中心发展白皮书》, 民生证券研究院

公司是国内燃料电池液冷泵市场龙头，成立子公司新沪新能源专注液冷泵领域。2022 年 1 月公司成立了子公司新沪新能源，专注液冷泵的研发及销售。产品方面，新沪新能源主营氢燃料电池系统液冷泵，新型储能液冷泵及低压电液冷泵，主要用于氢燃料电池系统冷却及储能电池冷却、纯电动乘用车冷却，目前产品已经迭代至第五代。2022 年公司在液冷领域实现营收超过 4000 万，同比提升超过 200%。

在燃料电池产业链相关市场，公司已与包括上海捷氢、北京亿华通、潍柴动力、博世动力、康明斯、未势能源科技、国鸿氢能在内的 60 余家下游主流燃料电池系

统客户建立了市场合作关系，在锂电池液冷市场，公司的产品已经获得了奇储能瑞、领跑等客户的认可。据高工氢电，截至 2021 年底公司氢燃料电池液冷泵累计出货近 4000 台，我们估算其 2021 年年出货约 2000 台左右，考虑 2021 年氢燃料电池车销量 1881 台，公司在国内氢燃料电池液冷泵市场占有率处于绝对领先地位。

在储能液冷泵领域，公司已根据出口需求启动储能专用水泵 UL 认证，2022 年已完成产品储备，并有小批量订单落地；**在数据中心液冷领域**，专用场景的标准化产品已进入批量生产阶段，公司将加大客户培育及开发的力度，2023 年有望以重点客户为核心，在产品商业化上取得实质进展。

图40：公司液冷泵产品梳理

名称	EPH900系列	EPH1500系列	EPH2500系列	EPH4500系列
产品主图				
量产时间	2020	2021	2022	预计2023
产品特点	屏蔽式结构、低噪音、高稳定性、长寿命、介质绝缘、高电压水泵控制、永磁同步电机、高效率			

资料来源：公司官网，要点氢能，民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

我们对公司业务的预测如下：得益于节能泵和热泵下游的高景气度，公司家用屏蔽泵和工业泵保持强劲的营收增长动能。此外，公司产品结构升级，节能型屏蔽泵出货量高增将带动整体出货结构。我们预计 2023-2025 年公司营业收入规模达 20.08/23.76/27.75 亿元，同比增速 +19.64/18.36/16.78%，毛利率 32.25/32.26/32.55%。

民用水泵：民用水泵的需求与宏观经济密切相关，疫情政策的调整与放开后营收规模已逐步恢复，23Q1 民用水泵增长超 10%。农泵方面，目前国内厂商数量多、规模小，研发驱动力不足导致多数产品趋于同质化，行业集中度较低。随着环保政策压力加大、劳动力成本的增加与技术需求的提升，中小企业或将面临出清风险，公司有望进一步提升市场份额。商泵方面，未来几年公司将增加投入，丰富商泵品类矩阵，弥补后发劣势，在低基数水平上有望实现较高增速。我们预测民用水泵 2023-2025 营业收入达 7.29/7.66/8.04 亿元，同比增速+10/5/5%，毛利率达 27%/26/26%。

家庭用屏蔽泵：公司是国内市场技术领先的家用节能泵龙头，在全球“双碳”目标的大趋势下，欧洲市场正在加速从传统型壁挂炉向节能壁挂炉的转型，公司节能型屏蔽泵需求旺盛，出货结构持续优化。热泵配套产品方面，公司目前已与美的、格力、海尔、三星、大金等国内外主流家电企业建立起合作关系，有望充分受益欧洲热泵市场带来的增量需求。我们预测家庭用屏蔽泵 2023-2025 营业收入达 9.33/11.66/13.99 亿元，同比增速+25/25/20%，毛利率达 36/36/36%。

工业屏蔽泵：工业屏蔽泵主要由海外品牌主导，近年来国内民营企业在研发能力、设计能力、生产效率等方面显著进步，国产替代趋势逐步显现。公司持续打造中高端工业屏蔽泵品牌定位，目前已进入中石化、中石油、俄罗斯天然气等头部企业的产业链。在制造业高端化的背景下，公司作为国产屏蔽泵品牌潜力可期。我们预测工业屏蔽泵 2023-2025 营业收入达 2.50/3.24/4.22 亿元，同比增速 +30/30/30%，毛利率达 35/35/35%。

表7：大元泵业盈利预测(亿元)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	14.84	16.78	20.08	23.76	27.75
YOY	5.04%	13.05%	19.64%	18.36%	16.78%
毛利率	25.31%	29.36%	32.25%	32.26%	32.55%
按业务拆分					
①民用水泵					
营收	7.11	6.63	7.29	7.66	8.04
YoY	3%	-7%	10%	5%	5%
毛利率	23%	25%	27%	26%	26%
②家庭用屏蔽泵					
营收	5.56	7.46	9.33	11.66	13.99
YoY	1%	34%	25%	25%	20%
毛利率	27%	32%	36%	36%	36%
③工业屏蔽泵					
营收	1.40	1.92	2.50	3.24	4.22
YoY	21%	37%	30%	30%	30%
毛利率	32%	34%	35%	35%	35%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

期间费用方面，1) 销售费用：考虑到公司计划加大商泵的投入力度，丰富产品类型以提升市场拓展能力，在新产品的推广和宣传费用方面的投入或有所提升，公司销售费用或将小幅上涨，预计 2023-2025 年销售费用率保持在 4.5%。**2) 管理费用：**公司规模不断扩大，考虑到公司屏蔽泵扩产项目建设中，在储能、数据中心等新领域的产品矩阵不断丰富，相关产线及配套设施的建设也在推进，预计管理费用率将小幅上升，预计 2023-2025 年管理费用率将保持在 5%。**3) 研发费用：**考虑到公司液冷泵新品研发、产品升级进程持续推进，产品模块化、标准化研发投入持续提升，未来公司研发费率用较 2022 年或略有提升，预计 2023-2025 年公司研发费用率维持在 4%。

表8：期间费用预测

项目/年度单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用	72	90	107	125
销售费用率	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	79	100	119	139
管理费用率	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	63	80	95	111
研发费用率	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

6.2 估值分析

我们选取日出东方、利欧股份和凌霄泵业作为可比公司。

1) 日出东方: 公司的主营业务分为清洁能源热应用板块、清洁能源电应用板块和厨电板块。拥有太阳雨、四季沐歌及帅康三大行业知名品牌, 差异化定位覆盖多客户群体。此外, 公司坚持光热业务为原点, 打造空气能业务为第二增长曲线, 2022 年空气能业务 6.9 亿元, 同比+89.7%。

2) 利欧股份: 公司是领先的泵类机械制造企业, 在泵业领域覆盖了较为完整的产业链, 技术能力出众、客户资源丰富, 公司产品覆盖了全球超过 140 个国家和地区, 在 128 个国家和地区拥有 LEO 自主品牌经销商。

3) 凌霄泵业: 公司主营业务为民用离心泵的研发、设计、生产及销售, 三大产品分别为塑料卫浴泵、不锈钢泵和通用泵。目前公司塑料卫浴泵处于国内龙头地位, 通用泵和不锈钢泵位于行业第一梯队。

23/24/25 年可比公司平均 PE 为 19/15/12, 我们预计大元泵业 23/24/25 年 EPS 分别为 2.06/2.44/2.90, 对应 PE 为 14/12/10, 低于行业可比公司平均水平。

表9: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603366.SH	日出东方	5.85	0.33	0.4	0.55	18	15	11
002131.SZ	利欧股份	2.21	0.08	0.11	0.14	28	20	16
002884.SZ	凌霄泵业	14.74	1.22	1.37	1.6	12	11	9
	平均					19	15	12
603757.SH	大元泵业	29.51	2.06	2.44	2.90	14	12	10

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2023 年 5 月 25 日

6.3 投资建议

公司作为国内泵业龙头, 自身具备较强竞争力, 业绩快速释放, 估值仍有较大增长空间, “双碳”目标贡献屏蔽泵产品增量, 加速公司屏蔽泵出货结构升级; 农泵方面, 尾部出清后行业格局优化, 公司积极布局商泵赛道; 工业屏蔽泵国产替代趋势显著, 液冷泵新兴领域需求可期, 公司作为泵业龙头之一有望持续享受行业红利。预计公司 2023-2025 年营收分别为 20.1/23.8/27.8 亿元, 同比增长 19.6%/18.4%/16.8%; 归母净利润 3.4/4.1/4.8 亿元, 同比增长 32.0%/18.3%/18.5%, 对应当前市值 14/12/10 倍。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

7 风险提示

1) 公司销量增速低于预期。若未来行业发展不及预期,可能会导致公司泵类产品增速低于预期。家用屏蔽泵行业增长强劲,众多厂商的进入可能会导致未来市场竞争的加剧,进而挤压公司的市场份额。公司产品的生产节奏及物流供应会受疫情等因素的影响,因此公司销量增速具有不确定性。

2) 原材料价格上涨。公司产品原材料的价格波动将会直接影响公司产品成本,从而影响公司盈利能力。近年来国际大宗商品交易波动较为剧烈,将对公司经营业绩产生一定影响。

3) 汇率波动风险。随着公司海外业务的快速发展和规模扩大,公司来自于海外市场的收入规模持续扩大,若汇率大幅波动,可能造成公司汇兑损失,增加财务成本。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,678	2,008	2,376	2,775
营业成本	1,185	1,360	1,610	1,872
营业税金及附加	9	10	12	14
销售费用	72	90	107	125
管理费用	79	100	119	139
研发费用	63	80	95	111
EBIT	271	376	446	529
财务费用	-26	-5	-5	-6
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	1	6	7	8
营业利润	294	387	458	543
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	293	387	458	543
所得税	32	43	50	60
净利润	261	344	407	483
归属于母公司净利润	261	344	407	483
EBITDA	316	433	511	602

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	965	1,031	1,221	1,426
应收账款及票据	335	351	461	487
预付款项	18	16	19	22
存货	324	356	448	488
其他流动资产	51	64	76	86
流动资产合计	1,693	1,819	2,226	2,510
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	319	413	475	518
无形资产	176	202	227	251
非流动资产合计	715	779	833	879
资产合计	2,408	2,598	3,059	3,389
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	291	238	388	340
其他流动负债	167	186	219	255
流动负债合计	458	423	607	594
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	409	409	409	409
非流动负债合计	409	409	409	409
负债合计	867	833	1,016	1,004
股本	167	167	167	167
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,541	1,765	2,043	2,386
负债和股东权益合计	2,408	2,598	3,059	3,389

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.05	19.64	18.36	16.78
EBIT 增长率	69.37	39.08	18.45	18.55
净利润增长率	77.12	32.00	18.33	18.55
盈利能力 (%)				
毛利率	29.36	32.25	32.26	32.55
净利润率	15.54	17.14	17.14	17.40
总资产收益率 ROA	10.83	13.25	13.31	14.25
净资产收益率 ROE	16.92	19.50	19.94	20.24
偿债能力				
流动比率	3.70	4.30	3.67	4.22
速动比率	2.91	3.37	2.86	3.32
现金比率	2.11	2.44	2.01	2.40
资产负债率 (%)	36.01	32.05	33.23	29.62
经营效率				
应收账款周转天数	63.56	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	90.57	90.00	90.00	90.00
总资产周转率	0.83	0.80	0.84	0.86
每股指标 (元)				
每股收益	1.56	2.06	2.44	2.90
每股净资产	9.24	10.59	12.25	14.30
每股经营现金流	1.62	1.81	2.60	2.74
每股股利	0.70	0.72	0.78	0.84
估值分析				
PE	19	14	12	10
PB	3.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	12.62	9.05	7.29	5.85
股息收益率 (%)	2.36	2.44	2.64	2.84

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	261	344	407	483
折旧和摊销	45	56	66	74
营运资金变动	-31	-94	-33	-91
经营活动现金流	270	301	433	457
资本开支	-231	-121	-121	-121
投资	51	0	0	0
投资活动现金流	-181	-114	-113	-112
股权募资	0	0	0	0
债务募资	450	0	0	0
筹资活动现金流	373	-120	-130	-140
现金净流量	474	67	190	205

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司主营业务结构 (2022 年)	3
图 3: 2022 年家用泵营收占比首次超越农业泵.....	4
图 4: 工业泵营收增速最快	4
图 5: 公司持股比例集中 (2022 年年报)	5
图 6: 2023 年 Q1 营业收入同比+40%	6
图 7: 2023 年 Q1 归母净利润同比+127%.....	6
图 8: 毛利率及净利率较 2021 年改善	6
图 9: 期间费用率维持稳定	6
图 10: 公司家用屏蔽泵产品矩阵.....	7
图 11: 公司家用屏蔽泵销量	8
图 12: 国内燃气壁挂炉销量	8
图 13: 欧洲热泵快速增长.....	9
图 14: 2022 年欧洲主要国家热泵市场规模 (万台)	9
图 15: 欧洲热泵渗透率近年加速提升 (单位: 百万台)	9
图 16: 欧洲 21 国热泵市场销量预测 (单位: 万台)	9
图 17: 公司节能泵收入快速增长.....	11
图 18: 公司农业泵产品及用途.....	12
图 19: 公司民用泵收入及增速.....	12
图 20: 民用泵收入占比持续下降.....	12
图 21: 中国水泵行业市场规模稳健扩张.....	13
图 22: 中国水泵行业产量持续扩张	13
图 23: 规模以上 (年销售额超 2 千万) 水泵企业数量.....	13
图 24: 中国农用水泵市场竞争格局 (2020)	13
图 25: 公司农业泵产能扩张计划.....	14
图 26: 2019-2022H1 公司农业泵产能	14
图 27: 商泵市场主要外资“玩家”	14
图 28: 商泵市场主要内资“玩家”	14
图 29: 工业泵应用领域广泛	15
图 30: 全球工业泵市场规模及复合增速	15
图 31: 全球工业泵行业头部企业.....	15
图 32: 中国工业泵行业主要参与者	15
图 33: 公司工业屏蔽泵营收及同比增速	16
图 34: 新能源车中电动水泵组成的循环水路结构图	17
图 35: 车用电子水泵典型结构	17
图 36: 2017-2022 年我国新能源汽车销量	18
图 37: 2017-2022 年我国氢燃料电池汽车销量.....	18
图 38: 储能液冷原理图	18
图 39: 数据中心液冷原理图	18
图 40: 公司液冷泵产品梳理	19

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司核心高管背景.....	5
表 2: 欧盟及欧洲部分国家热泵部署目标	8
表 3: 欧盟热泵市场规模测算	9
表 4: 公司节能型与普通型壁挂炉泵产品参数对比.....	10
表 5: 节能泵和传统屏蔽泵对比	11
表 6: 公司屏蔽泵扩产项目	11

表 7: 大元泵业盈利预测(亿元)	21
表 8: 期间费用预测	21
表 9: 可比公司 PE 数据对比.....	22
公司财务报表数据预测汇总.....	24

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026