

2023年01月30日  
 大元泵业(603757.SH)

ESSENCE


**公司快报**

证券研究报告

基础件

# 家用屏蔽泵产品结构不断优化，2022年业绩超预期

## 事件：

公司发布 2022 年业绩预增公告，预计 2022 年实现归母净利润 2.57 亿元，与上年同期相比增加 1.1 亿元，同比增长 74.83% 左右；实现扣非归母净利润 2.52 亿元，与上年同期相比增加 1.18 亿元，同比增长 88.06%，2022 年公司业绩增速超我们预期。

## 欧洲空气源热泵需求扩张以及壁挂炉节能改造带动公司高效节能泵需求大幅提升：

据公司业绩预告披露，公司 2022 年业绩高增主要受益于屏蔽泵系列产品销量提升、结构优化。公司家用屏蔽泵核心产品热水循环屏蔽泵是燃气壁挂炉和空气源热泵的重要部件，其中高效节能泵作为能耗较普通泵更低的产品，主要应用于欧洲市场。公司家用屏蔽泵板块景气度提升主要受两方面因素驱动：1) 欧洲空气源热泵需求高速增长。根据产业在线公布的数据，2022 年 1-11 月我国空气源热泵出口额同比增长 56.5%，公司产品热水循环屏蔽泵作为其核心部件景气度不断提升，截至 2022H1 公司在热泵领域屏蔽泵销量超过 10.1 万台，主要受益于欧洲需求拉动。前期市场认为欧洲热泵需求高增主要受天然气价高涨因素驱动，但我们认为未来欧洲为了进一步摆脱对俄罗斯天然气的依赖，同时随着“碳中和”政策的持续推进，空气源热泵作为天然气供暖的替代品仍有较大市场空间，据 IEA 预测，欧盟热泵的年销量可能会从 2021 年的 200 万台升至 2030 年的 700 万台；2) 欧洲存量燃气壁挂炉在节能诉求驱动下同样面临着从普通热水循环屏蔽泵更换为能耗更低、价格更高的高效节能泵的需求。双重因素推动下公司热水循环屏蔽泵（尤其高效节能泵）出口量大幅提升，根据公司发布的投资者关系活动记录表，公司外销收入占比从 2021 年的 28% 大幅提升至 2022 年前三季度的超过 50%，家用屏蔽泵出口业务实现“量价齐升”。同时，公司积极扩张家用屏蔽泵产能，据公司公告，公司拟投资不超过 12 亿元实施年产 800 万台屏蔽泵扩能项目，预计于 2024 年 2 月投产，保障家用屏蔽泵业务持续发展。

## 工业屏蔽泵与液冷车泵齐发力，增长逻辑明晰：

工业屏蔽泵领域，由于屏蔽泵具备有耐酸碱腐蚀、安全无泄漏等特点，适用于高端石化、清洁能源、航天工业等多个高景气度的新兴下游应用领域。据公司投资者关系活动记录表披露，目前公司工业泵中化工泵系列产品的占比超过 50%，而化工泵的市场总规模超过 200 亿元，主要由大连帝国、海密梯克、日机装等外资品牌占据，公司国产替代

|                 |                     |
|-----------------|---------------------|
| 投资评级            | <b>买入-A</b><br>维持评级 |
| 6 个月目标价         | 38.20 元             |
| 股价 (2023-01-20) | 23.28 元             |

## 交易数据

|           |               |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元)  | 3,882.57      |
| 流通市值(百万元) | 3,853.86      |
| 总股本(百万股)  | 166.78        |
| 流通股本(百万股) | 165.54        |
| 12 个月价格区间 | 12.65/31.79 元 |

## 股价表现



资料来源：Wind 资讯

|      |      |       |      |
|------|------|-------|------|
| 升幅%  | 1M   | 3M    | 12M  |
| 相对收益 | 4.5  | -14.7 | 49.4 |
| 绝对收益 | 13.7 | -3.4  | 36.1 |

**周喆** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

**朱心怡** 联系人

zhuxy@essence.com.cn

## 相关报告

|                                    |            |
|------------------------------------|------------|
| 突破产能制约，屏蔽泵高端产能释放在即                 | 2022-11-27 |
| 大元泵业公司快报                           | 2022-10-16 |
| 站在腾飞的起点上：起于空气源热泵、发于工业屏蔽泵、兴于新能源车液冷泵 | 2022-09-28 |
| 热水循环屏蔽泵放量，费用管控良好利润增速可观             | 2022-08-22 |
| 多重因素刺激下欧洲气价再                       | 2022-08-17 |

空间广阔。此外，公司正积极拓展下游应用场景，随着向海上风电、核电、半导体、激光等多个领域的拓展，公司工业屏蔽泵板块有望持续增长。液冷泵领域，公司产品包括动力电池液冷泵和燃料电池液冷泵。在动力电池方面，根据立鼎产业研究网估算，2021 年动力电池液冷泵产品的市场规模超 15 亿元，随着电动车的发展，市场空间有望持续增长，公司目前已获得奇瑞、零跑等客户的认可。在燃料电池液冷泵方面，据公司投资者关系活动记录表披露，目前已与上海捷氢、北京亿华通、潍柴动力、博世动力等主流燃料电池系统客户建立了合作关系，未来有望逐步贡献业绩。

度飙升，加速空气源热泵需求释放

### 投资建议：

我们预计公司 2022 年-2024 年的收入分别为 16.09 亿元、18.67 亿元、21.60 亿元，增速分别为 8.4%、16.1%、15.7%，归母净利润分别为 2.57 亿元、3.21 亿元、3.96 亿元，增速分别为 74.6%、24.8%、23.4%，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 38.2 元。

风险提示：原材料价格上涨、下游需求不及预期、行业竞争加剧。

| (百万元)    | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入     | 1,413.1 | 1,484.3 | 1,608.6 | 1,867.2 | 2,160.3 |
| 净利润      | 213.4   | 147.2   | 257.1   | 320.8   | 395.8   |
| 每股收益(元)  | 1.28    | 0.88    | 1.54    | 1.92    | 2.37    |
| 每股净资产(元) | 7.56    | 7.63    | 8.46    | 9.27    | 10.43   |

| 盈利和估值  | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 18.2  | 26.4  | 15.1  | 12.1  | 9.8   |
| 市净率(倍) | 3.1   | 3.0   | 2.8   | 2.5   | 2.2   |
| 净利润率   | 15.1% | 9.9%  | 16.0% | 17.2% | 18.3% |
| 净资产收益率 | 16.9% | 11.6% | 18.2% | 20.8% | 22.7% |
| 股息收益率  | 4.3%  | 1.5%  | 3.7%  | 4.8%  | 5.2%  |
| ROIC   | 30.3% | 23.0% | 33.0% | 34.9% | 25.8% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表          |         |         |         |         |         | 财务指标              |         |         |        |        |        |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| (百万元)        | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |                   | 2020A   | 2021A   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| <b>营业收入</b>  | 1,413.1 | 1,484.3 | 1,608.6 | 1,867.2 | 2,160.3 | <b>成长性</b>        |         |         |        |        |        |
| 减:营业成本       | 988.3   | 1,108.6 | 1,166.9 | 1,324.1 | 1,501.2 | 营业收入增长率           | 24.5%   | 5.0%    | 8.4%   | 16.1%  | 15.7%  |
| 营业税费         | 6.7     | 6.3     | 6.4     | 8.1     | 9.0     | 营业利润增长率           | 25.2%   | -33.0%  | 75.8%  | 25.4%  | 22.7%  |
| 销售费用         | 64.9    | 67.8    | 75.6    | 86.3    | 100.0   | 净利润增长率            | 25.0%   | -31.0%  | 74.6%  | 24.8%  | 23.4%  |
| 管理费用         | 62.3    | 84.5    | 78.0    | 93.1    | 111.8   | EBITDA 增长率        | 30.8%   | -22.0%  | 35.7%  | 41.7%  | 28.7%  |
| 研发费用         | 57.2    | 61.8    | 66.8    | 75.4    | 85.1    | EBIT 增长率          | 33.2%   | -26.1%  | 30.4%  | 25.4%  | 22.7%  |
| 财务费用         | -1.1    | -2.1    | -       | -       | -       | NOPLAT 增长率        | 29.4%   | -31.9%  | 77.4%  | 24.8%  | 23.3%  |
| 资产减值损失       | -       | -       | -       | -       | -       | 投资资本增长率           | -10.2%  | 23.2%   | 18.1%  | 67.0%  | 14.4%  |
| 加:公允价值变动收益   | 1.2     | -1.2    | -       | -       | -       | 净资产增长率            | 12.1%   | 0.9%    | 10.8%  | 9.6%   | 12.5%  |
| 投资和汇兑收益      | 7.8     | 5.7     | 7.4     | 7.0     | 6.7     |                   |         |         |        |        |        |
| <b>营业利润</b>  | 245.3   | 164.5   | 289.1   | 362.6   | 445.0   | <b>利润率</b>        |         |         |        |        |        |
| 加:营业外净收支     | -0.8    | 0.3     | -0.2    | -0.3    | -0.1    | 毛利率               | 30.1%   | 25.3%   | 27.5%  | 29.1%  | 30.5%  |
| <b>利润总额</b>  | 244.5   | 164.7   | 288.8   | 362.3   | 444.9   | 营业利润率             | 17.4%   | 11.1%   | 18.0%  | 19.4%  | 20.6%  |
| 减:所得税        | 31.1    | 17.5    | 31.8    | 41.5    | 49.1    | 净利润率              | 15.1%   | 9.9%    | 16.0%  | 17.2%  | 18.3%  |
| <b>净利润</b>   | 213.4   | 147.2   | 257.1   | 320.8   | 395.8   | EBITDA/营业收入       | 23.7%   | 17.6%   | 22.0%  | 26.9%  | 29.9%  |
|              |         |         |         |         |         | EBIT/营业收入         | 21.2%   | 14.9%   | 18.0%  | 19.4%  | 20.6%  |
|              |         |         |         |         |         | <b>运营效率</b>       |         |         |        |        |        |
| <b>资产负债表</b> |         |         |         |         |         | 固定资产周转天数          | 77      | 73      | 84     | 131    | 177    |
| (百万元)        | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   | 流动营业资本周转天数        | 91      | 75      | 67     | 73     | 70     |
| 货币资金         | 616.2   | 480.8   | 479.2   | 149.4   | 172.8   | 流动资产周转天数          | 296     | 290     | 259    | 210    | 169    |
| 交易性金融资产      | -       | -       | -       | -       | -       | 应收帐款周转天数          | 51      | 60      | 56     | 56     | 57     |
| 应收帐款         | 228.0   | 269.2   | 231.2   | 347.8   | 340.7   | 存货周转天数            | 54      | 61      | 59     | 57     | 56     |
| 应收票据         | -       | 9.3     | 17.4    | 7.1     | 14.8    | 总资产周转天数           | 384     | 394     | 390    | 380    | 379    |
| 预付帐款         | 12.4    | 12.8    | 11.0    | 17.3    | 15.0    | 投资资本周转天数          | 170     | 171     | 190    | 237    | 274    |
| 存货           | 231.8   | 272.7   | 252.1   | 335.2   | 339.5   |                   |         |         |        |        |        |
| 其他流动资产       | 164.1   | 95.3    | 183.4   | 147.6   | 142.1   | <b>投资回报率</b>      |         |         |        |        |        |
| 可供出售金融资产     | -       | -       | -       | -       | -       | ROE               | 16.9%   | 11.6%   | 18.2%  | 20.8%  | 22.7%  |
| 持有至到期投资      | -       | -       | -       | -       | -       | ROA               | 13.4%   | 8.9%    | 14.1%  | 15.2%  | 16.2%  |
| 长期股权投资       | -       | -       | -       | -       | -       | ROIC              | 30.3%   | 23.0%   | 33.0%  | 34.9%  | 25.8%  |
| 投资性房地产       | 0.7     | 0.6     | 0.6     | 0.6     | 0.6     | <b>费用率</b>        |         |         |        |        |        |
| 固定资产         | 299.0   | 306.4   | 444.8   | 909.2   | 1,211.9 | 销售费用率             | 4.6%    | 4.6%    | 4.7%   | 4.6%   | 4.6%   |
| 在建工程         | 8.8     | 42.0    | 42.0    | 42.0    | 42.0    | 管理费用率             | 4.4%    | 5.7%    | 4.9%   | 5.0%   | 5.2%   |
| 无形资产         | 22.0    | 155.0   | 151.4   | 147.9   | 144.3   | 研发费用率             | 5.8%    | 5.6%    | 5.7%   | 5.7%   | 5.7%   |
| 其他非流动资产      | 12.8    | 12.8    | 11.8    | 12.5    | 12.3    | 财务费用率             | -0.1%   | -0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| <b>资产总额</b>  | 1,595.9 | 1,656.8 | 1,824.9 | 2,116.5 | 2,436.2 | 四费/营业收入           | 13.0%   | 14.3%   | 13.7%  | 13.6%  | 13.7%  |
| 短期债务         | -       | -       | -       | 151.9   | 201.8   | <b>偿债能力</b>       |         |         |        |        |        |
| 应付帐款         | 198.0   | 207.0   | 228.5   | 257.3   | 295.8   | 资产负债率             | 20.9%   | 23.2%   | 22.7%  | 27.0%  | 28.6%  |
| 应付票据         | 25.8    | 35.8    | 57.2    | 34.0    | 68.2    | 负债权益比             | 26.5%   | 30.2%   | 29.3%  | 36.9%  | 40.0%  |
| 其他流动负债       | 88.5    | 121.6   | 108.0   | 106.7   | 110.2   | 流动比率              | 4.01    | 3.13    | 2.98   | 1.83   | 1.52   |
| 长期借款         | -       | -       | -       | -       | -       | 速动比率              | 3.27    | 2.38    | 2.34   | 1.22   | 1.01   |
| 其他非流动负债      | 22.0    | 19.4    | 20.5    | 20.6    | 20.1    | 利息保障倍数            | -261.13 | -104.03 | -      | -      | -      |
| <b>负债总额</b>  | 334.3   | 383.9   | 414.1   | 570.5   | 696.2   | <b>分红指标</b>       |         |         |        |        |        |
| 少数股东权益       | -       | -       | -       | -       | -       | DPS(元)            | 1.00    | 0.35    | 0.85   | 1.11   | 1.21   |
| 股本           | 167.6   | 168.3   | 166.8   | 166.8   | 166.8   | 分红比率              | 78.5%   | 39.7%   | 55.4%  | 57.9%  | 51.0%  |
| 留存收益         | 1,123.2 | 1,129.5 | 1,244.1 | 1,379.2 | 1,573.2 | 股息收益率             | 4.3%    | 1.5%    | 3.7%   | 4.8%   | 5.2%   |
| <b>股东权益</b>  | 1,261.6 | 1,273.0 | 1,410.9 | 1,546.0 | 1,740.0 |                   |         |         |        |        |        |
|              |         |         |         |         |         | <b>现金流量表</b>      |         |         |        |        |        |
|              |         |         |         |         |         | (百万元)             | 2020A   | 2021A   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|              |         |         |         |         |         | 净利润               | 213.4   | 147.2   | 257.1  | 320.8  | 395.8  |
|              |         |         |         |         |         | 加:折旧和摊销           | 34.8    | 39.4    | 65.1   | 139.2  | 200.9  |
|              |         |         |         |         |         | 资产减值准备            | 0.6     | 0.4     | -      | -      | -      |
|              |         |         |         |         |         | 公允价值变动损失          | -1.2    | 1.2     | -      | -      | -      |
|              |         |         |         |         |         | 财务费用              | 7.4     | 4.2     | -      | -      | -      |
|              |         |         |         |         |         | 投资收益              | -7.8    | -5.7    | -7.4   | -7.0   | -6.7   |
|              |         |         |         |         |         | 少数股东损益            | -       | -       | -      | -      | -      |
|              |         |         |         |         |         | 营运资金的变动           | 60.8    | 52.6    | -4.6   | -156.1 | 78.7   |
|              |         |         |         |         |         | <b>经营活动产生现金流量</b> | 155.7   | 162.7   | 310.1  | 297.0  | 668.7  |
|              |         |         |         |         |         | <b>投资活动产生现金流量</b> | 114.0   | -133.2  | -192.6 | -593.0 | -493.3 |
|              |         |         |         |         |         | <b>融资活动产生现金流量</b> | -54.6   | -159.6  | -119.2 | -33.8  | -151.9 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**目 免责声明**

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034