



Research and
Development Center

拥抱低碳节能机遇，泵业龙头再出发

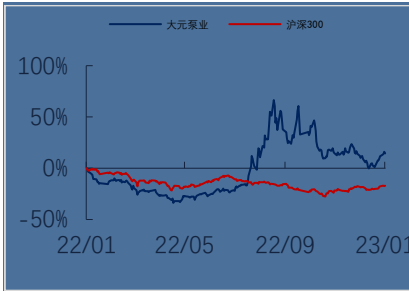
—大元泵业(603757)公司深度报告

2023年01月13日

罗岸阳 家电首席分析师
S1500520070002
13656717902
luoanyang@cindasc.com

相关研究

1. 大元泵业：单季度收入创历史新高，屏蔽泵业务蓬勃发展
2. 大元泵业：Q3 业绩维持高增，节能泵扩产强化龙头优势

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
大元泵业 (603757)
投资评级 买入
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	21.87
52周内股价波动区间(元)	31.79-12.65
最近一月涨跌幅(%)	-0.05
总股本(亿股)	1.67
流通A股比例(%)	99.26
总市值(亿元)	36.47

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

拥抱低碳节能机遇，泵业龙头再出发

2023年01月13日

本期内容提要：

◆**泵业领军者，把握发展机遇业绩迎来高增。**公司设立于1993年，深耕水泵行业三十载，于2017年上市，2021年入选国家专精特新“小巨人”，为国内家用屏蔽泵龙头企业。目前公司业务主要分为民用水泵、家用屏蔽泵、工业屏蔽泵、车用液冷屏蔽泵四个板块，其中民用泵+家用屏蔽泵收入占比超八成。在下游热泵行业快速发展以及公司屏蔽泵产品结构升级的双重驱动下，公司业绩有望持续增长。2022年前三季度公司业绩实现高速增长，同比+49.73%，Q3单季度营收创历史新高。

◆**家用屏蔽泵：热泵增量与产品升级双驱动，助力板块二次腾飞。**产品包括壁挂炉泵、节能泵、管道泵等，应用场景包括家庭全屋供暖、全屋增压与水循环等。公司家用屏蔽泵目前主要应用领域仍为壁挂炉配套，未来将重点开拓热泵配套领域。16、17年受益于国家“煤改气”工程政策红利，公司家用屏蔽泵业务快速扩张，成长为国内龙头，我们预估市占率在50%以上。近年虽下游壁挂炉市场增长遭遇瓶颈，但公司迎来两大新发展机遇：

1) **乘热泵产业发展东风，家用屏蔽泵开辟订单增长新曲线。**22年前三季度热泵配套屏蔽泵销售达到20万台，几乎为纯增量。目前在热泵配套领域市占率尚低，凭借高性价比、供应链稳定等优势，未来有望随渠道开拓快速起量。

2) **节能泵产品加速渗透，产品结构升级均价有望大幅提升。**22年前三季度节能泵实现营收1.51亿元，同比大幅增长，营收占比显著提升。目前公司针对家用节能泵产能进行扩充，未来有望深度参与全球市场竞争，进一步扩大领先优势。

◆**民用泵：市场需求稳健，份额有望持续提升。**公司以民用泵起家，市场需求常年稳健，22年受地产周期回落、疫情等宏观因素短期承压。全国民用泵市场整体体量较大，单小型民用泵行业年产值近七百亿，但竞争较为激烈，格局相对分散。公司属国内第一梯队，我们预计全国排名在11-15名之间。由于外部环境不断变化，民用泵市场中小企业正面临加速出清，市场份额呈现向龙头集中趋势，包括公司在内的龙头企业市占率提升空间较大。为面对市场变化及机遇，公司投建扩张民用泵产能至400万台，未来产值拥有翻倍提升空间。

◆**工业泵、液冷车泵：赛道领先布局者，中长期市场空间广阔。**

1) **工业屏蔽泵：**整体市场扩容前景明朗，公司为内资供应商中佼佼者，主要产品包括化工、空调制冷屏蔽泵，2017年进入中石油、中石化等大型央企采购名单。随着公司设计能力的不断提升、加工精度与生产效率的不断提高，未来有望同时受益于市场规模扩张及国产替代机遇。

2) **液冷车泵：**液冷水热管理系统重要组成部分，氢燃料电池车用液冷泵单车价值量可达上万元，22年前三季度公司液冷车泵板块收入约0.2亿元，同比大幅增长。目前国内氢燃料电池汽车市场仍处于起步阶段，受国家政策重点支持，未来保有量提升空间广阔。公司在氢燃料电池液冷泵领域处于国内领先地位，目前已与上海捷氢、北京亿华通等下游优质客户达成合作。在锂电池液冷泵领域，公司产品已获得奇瑞、零跑等客户的认可，客户开发工作取得积极进展。

◆**盈利预测、估值与投资评级：**我们预计公司22-24年营业收入分别为16.56/19.80/24.02亿元，分别同比+11.6%/+19.5%/+21.3%；22-24年归母净利润分别为2.37/2.93/3.78亿元，分别同比

+61.1%/+23.4%/+29.3%；22-24 年对应 PE 分别为 15.38/12.47/9.64 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**海外热泵需求不及预期、原材料价格大幅上涨、节能泵需求不及预期、市场竞争加剧风险、国际贸易环境风险、汇率波动等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,413	1,484	1,656	1,980	2,402
增长率 YoY %	24.5%	5.0%	11.6%	19.5%	21.3%
归属母公司净利润 (百万元)	213	147	237	293	378
增长率 YoY%	25.0%	-31.0%	61.1%	23.4%	29.3%
毛利率%	30.1%	25.3%	27.1%	28.2%	29.3%
净资产收益率 ROE%	16.9%	11.6%	16.4%	17.5%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	1.30	0.89	1.42	1.75	2.27
市盈率 P/E(倍)	16.82	24.57	15.38	12.47	9.64
市净率 P/B(倍)	2.91	2.89	2.52	2.19	1.86

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 01 月 12 日收盘价

目录

一、泵业领军者，把握发展机遇业绩迎来高增	7
二、热泵增量与产品升级双驱动，助力家用屏蔽泵二次腾飞	12
2.1 家用屏蔽泵国内龙头，技术优势构建护城河	12
2.2 热泵产业蓬勃发展，公司配套份额具备较大提升潜力	16
2.3 产品结构升级，节能泵加速渗透	21
三、民用泵稳健增长，工业、车用泵步入高速成长期	26
3.1 国内民用泵领先企业，扩产释放市占率提升弹性	26
3.2 工业泵领域稳扎稳打，牢抓市场扩容与国产替代机遇	29
3.3 液冷车泵领先布局者，氢能产业蓄势待发	33
四、盈利预测、估值与投资评级	36
五、风险因素	37

表目录

表 1：2016 年公司国外市场分国别销售情况	10
表 2：公司家用热水循环屏蔽泵产品矩阵	12
表 3：2016 年公司屏蔽泵前十大客户	12
表 4：公司热水循环屏蔽泵产量、销量、产能（万台）	13
表 5：公司家用屏蔽泵国内外主要竞争对手	15
表 6：欧美各国热泵安装补贴政策	18
表 7：公司热泵配套屏蔽泵市占率测算	21
表 8：公司节能型与普通型壁挂炉泵参数对比	22
表 9：家用屏蔽泵板块测算	24
表 10：公司民用泵产品矩阵	26
表 11：2016 年公司农用泵前十大客户	27
表 12：2020 年中国泵业市场收入排行榜	29
表 13：工业屏蔽泵主要生产企业介绍	31
表 14：氢燃料电池汽车优势对比	33
表 15：中国氢燃料电池汽车中长期目标	34
表 16：分板块营收及利润率预测	36
表 17：可比公司估值	36

图目录

图 1：公司发展历程时间线	7
图 2：公司主营业务结构及部分主营产品	7
图 3：公司十大股东明细以及控股子公司（2022.12.01）	8
图 4：公司年度营收规模及同比增速（亿元、%）	8
图 5：公司年度利润规模及同比增速（亿元、%）	8
图 6：公司季度营收规模及同比增速（亿元、%）	9
图 7：公司季度利润规模及同比增速（亿元、%）	9
图 8：公司 17-21 年分板块营收（亿元）	9
图 9：公司分板块业务营收同比增速（%）	9
图 10：公司 22 年 H1 分板块营收及占比（亿元、%）	10
图 11：22 年 Q1-3 分板块营收同比增速（%）	10
图 12：公司内外销营收及同比（亿元、%）	10
图 13：公司 17-21 年内外销营收占比（%）	10
图 14：公司热水循环屏蔽泵销量同比增幅（%）	13
图 15：公司热水循环屏蔽泵营收及同比（亿元、%）	14
图 16：公司热水循环屏蔽泵单台均价及同比（元、%）	14
图 17：我国燃气壁挂炉市场销量与公司热水循环屏蔽泵年销量对比	14
图 18：屏蔽泵行业准入壁垒	15
图 19：新沪产品参展国际展会	15
图 20：壁挂炉内销规模同比增速（%）	16
图 21：22 年上半年壁挂炉内销渠道占比（%）	16
图 22：热泵配套应用与节能泵为板块增长主要增长驱动	16

图 23: 热泵产业链上游.....	17
图 24: 空气源热泵下游应用.....	17
图 25: 22 年公司热泵配套屏蔽泵规模 (万台)	17
图 26: 22 年前三季度家用屏蔽泵中热泵配套占比 (%)	17
图 27: 欧洲天然气商品价格 (美元/百万英热单位)	17
图 28: 欧洲 ARA 港动力煤现货价格 (美元/吨)	17
图 29: 欧洲热泵销量及同比增速 (千台, %)	19
图 30: 欧洲热泵销售占供暖设备销售比例 (千台, %)	19
图 31: 2017-2021 年我国空气源热泵出口规模	19
图 32: 22 年我国热泵海关出口金额及同比 (亿元、%)	19
图 33: 21 年水泵在各热泵应用领域用量及占比 (万台, %)	20
图 34: 21 年热泵户式供暖领域不同水泵用量占比 (%)	20
图 35: 2022 年热泵配套泵竞争格局	20
图 36: 泵产品在能源消耗中具有重要作用	21
图 37: 家用节能泵收入及同比增速 (亿元、%)	23
图 38: 节能泵占板块比重逐年提升 (%)	23
图 39: 家用节能屏蔽泵扩产计划表	24
图 40: 民用泵板块收入及同比增速 (亿元、%)	26
图 41: 公司民用泵板块毛利率 (%)	26
图 42: 民用泵销量及单价变化 (万台, 元/台)	27
图 43: 公司部分民用泵产能利用率 (%)	27
图 44: 我国水泵行业市场规模预测 (亿元, %)	28
图 45: 2019 年中国泵行业市场占有率 (%)	28
图 46: 公司工业用屏蔽泵主要产品形态	30
图 47: 屏蔽泵内部结构	30
图 48: 国内工业屏蔽泵主要竞争格局	31
图 49: 工业用屏蔽泵板块营收及增速 (亿元, %)	32
图 50: 工业用屏蔽泵毛利率 (%)	32
图 51: 化工泵年产量及同比增速 (台, %)	32
图 52: 化工泵单台均价及同比增速 (%)	32
图 53: 2016-2021 氢燃料电池汽车产销统计 (辆)	34
图 54: 我国氢燃料电池汽车保有量统计 (辆)	34
图 55: 新沪电动汽车液冷泵	35
图 56: 新沪氢燃料电池液冷泵	35

投资聚焦：

1) 家用屏蔽泵国内龙头，热泵产业链优质标的。公司家用屏蔽泵以壁挂炉配套起家，我们预估国内市占率超过 50%。随着 22 年下游热泵产业的快速发展，公司在热泵配套领域订单高速增长，22 年前三季度出货约 20 万台。鉴于壁挂炉泵与热泵配套泵产品形态几乎相同、产能可复用，我们认为公司当前在热泵配套领域市占率尚低，随着客户及渠道开拓，短期内份额提升潜力较高。

2) 海外节能泵需求旺盛，推动板块均价及利润率提升。节能泵较普通泵最高可降低 60% 能耗，相较国内其他企业，公司在设计和技术上具有一定的先发优势。由于海外设备节能技术应用与升级趋势确定性较强，节能泵在海外需求高企。目前公司节能泵对下游包括威能、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，但尚处于市场拓展初期，海外市占率不足 5%，未来有望持续拓展规模，进一步提升全球竞争力。

3) 民用泵需求稳健，未来市场份额提升空间广阔。民用泵市场体量较大，全国小型民用泵年产值近七百亿，然竞争格局较为分散。我们预计公司全国排名在 11-15 名之间，属国内第一梯队。随着外部环境持续变化，行业中小企业被加速出清，市场份额有望进一步向头部集中。公司扩建相关产能，年产值存在至少翻倍空间。

4) 工业屏蔽泵领域重视市场扩容与国产替代机遇。一方面，屏蔽泵在工业泵市场中渗透率提升前景较为明朗，以化工行业为例，随着行业的技术改造和设备更新，具备耐腐蚀、能传输高温、超低温液体等特征的化工屏蔽泵需求提升为大势所趋。另一方面，目前工业屏蔽泵大部分市场由外资企业占据，公司作为内资佼佼者有望受益于未来国产替代机遇。

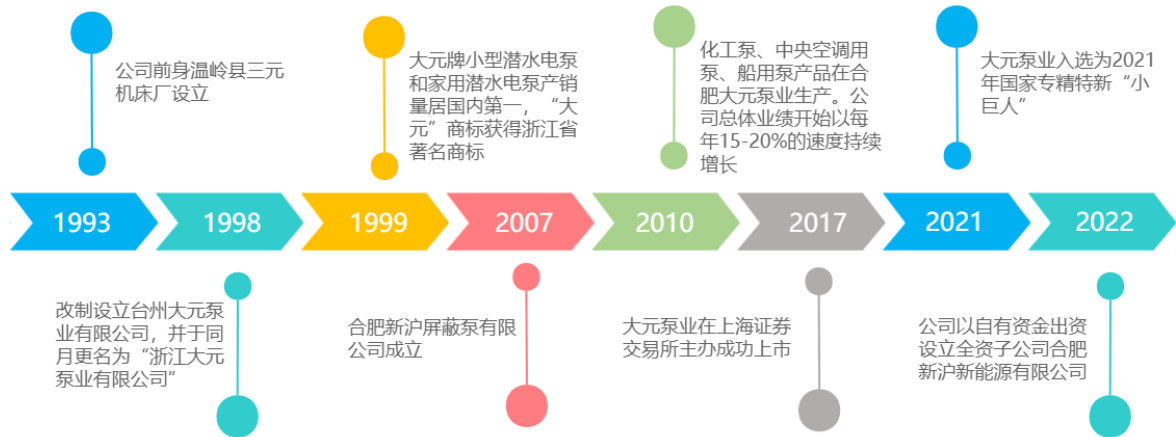
5) 前瞻布局氢燃料电池车用液冷泵蓝海市场。氢燃料电池车具备能源效率高、续航长、充能时间短、耐低温等优点，然相关技术和市场尚未成熟，发展正受到国家政策重点支持，2025 年保有量有望达到 5 万台，2050 年之前有望达到 100 万台。氢燃料电池车液冷泵单台价值量可达上万元，公司在该领域处于国内领先地位，我们预估出货量市占率在 50% 以上，长期成长空间值得期待。

综上所述，公司通过前瞻领先布局、多年研发积累，在全球能源结构大变革的浪潮中已占据行业有利地位，短、中、长期发展均具备亮点。公司多年经营稳健、质地优良，当前估值显著低于预计盈利增速，具备较高成长性与安全边际。

一、泵业领军者，把握发展机遇业绩迎来高增

深耕行业数十载，国产水泵领军者。公司前身温岭县三元机床厂设立于 1993 年，后于 1998 年改制为浙江大元泵业有限公司。2001 年大元牌小型潜水电泵和家用潜水电泵产销量居国内第一，“大元”商标获浙江省著名商标；2007 年公司设立子公司合肥新沪屏蔽泵有限公司；2008 年获“中国驰名商标”称号，2017 年于上交所挂牌上市；2021 年公司入选为国家专精特新“小巨人”。公司设立近三十年来，一直专注于各类泵的研发、生产和销售，主营业务及主要产品未发生重大变化。

图 1：公司发展历程时间线

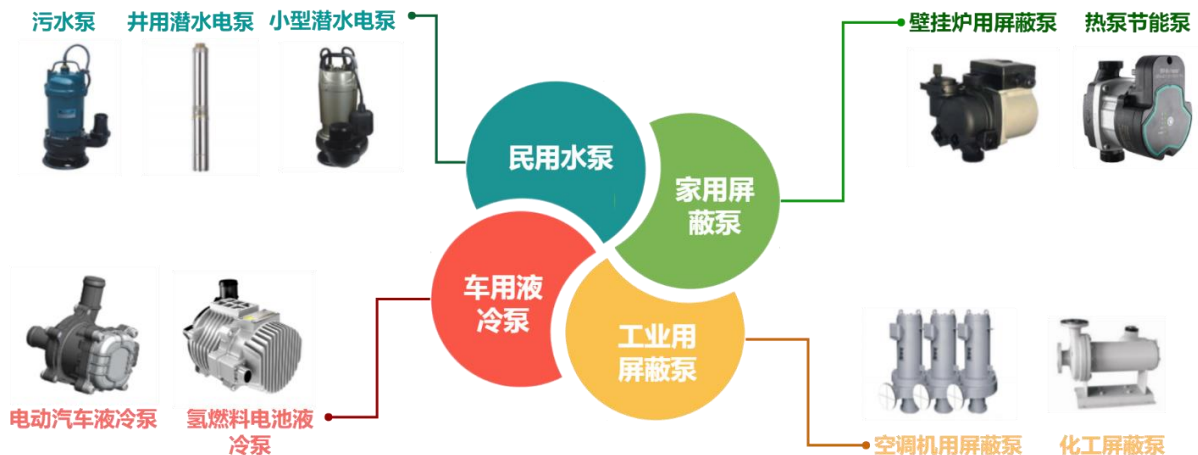


资料来源：公司招股书，公司官网，信达证券研发中心整理

目前公司泵产品主要分为四类，分别是民用水泵、家用屏蔽泵、工业用屏蔽泵、车用液冷屏蔽泵。民用水泵以小型潜水电泵、井用潜水电泵、陆上泵等产品为代表，被广泛应用于农林畜牧、企业生产与居民生活、城市与乡村建设、环境保护与水务管理等领域，主要由母公司负责整体运营。

屏蔽泵主要用于热水或其他特殊介质的输送与循环，具有低噪音、无泄漏、高可靠性等特点，应用领域主要包括家庭场景下的水循环（含家用电器配套）、化工、制冷、新能源（氢能）汽车、半导体与电子工业、核工业、航天工业、医用设备制造等方面，该产品主要由合肥新沪子公司负责整体运营。

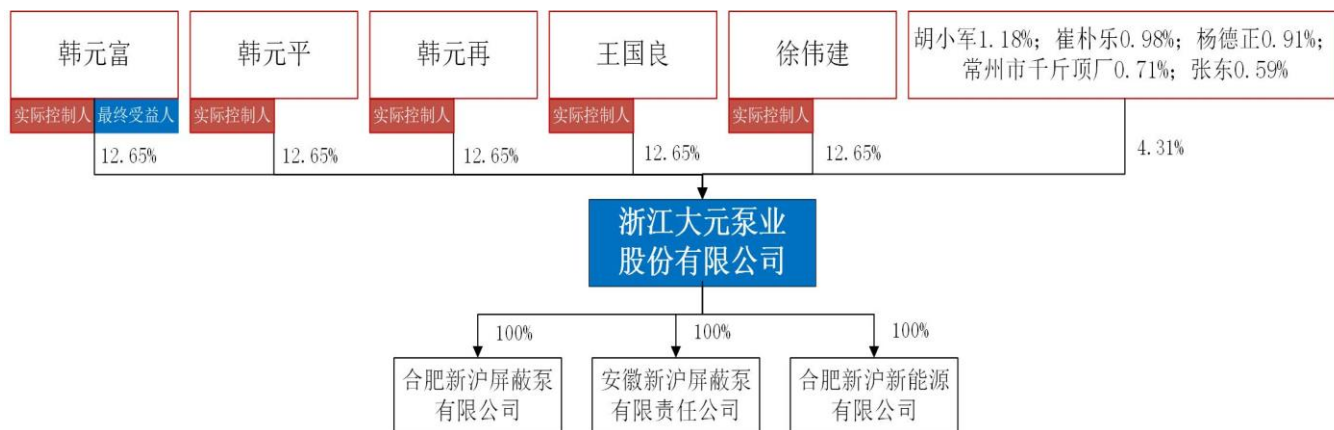
图 2：公司主营业务结构及部分主营产品



资料来源：公司招股书、半年报，公司官网，信达证券研发中心整理

公司股权结构稳定。公司的创始人及实际控制人为韩元富、韩元平、王国良、韩元再、徐伟建五人，其中韩元再、韩元平、韩元富为兄弟关系；王国良的配偶为韩元再、韩元平、韩元富的妹妹；徐伟建与韩元再、韩元平、韩元富系表兄弟关系。根据公司 2022 年三季报披露，五人均直接持有上市公司 12.65% 的股份，合计持股 63.25%，并签署了《一致行动协议书》，共同为公司实际控制人。其中，韩元富担任公司董事长、董事、总经理、财务总监；韩元平、王国良担任公司董事。

图 3：公司十大股东明细以及控股子公司（2022.12.01）

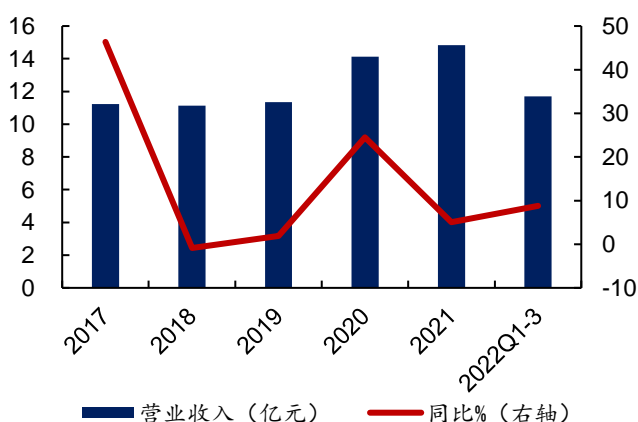


资料来源：Wind，信达证券研发中心

经营表现方面，2022 年上半年公司实现营收 6.76 亿元，同比+0.67%，实现归母净利润 0.99 亿元，同比+35.20%。其中 Q2 单季度实现营收 4.18 亿元，同比+9.77%，实现归母净利润 0.73 亿元，同比+89.92%。22 年 Q3 公司实现营业收入 4.94 亿元，同比+22.24%；实现归母净利润 0.70 亿元，同比+76.43%，**利润端延续 Q2 高增表现，单季度收入创历史新高。**

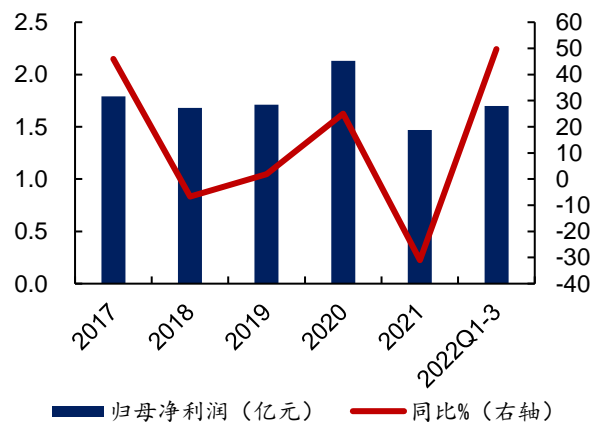
具体分析来看，收入端上半年受宏观经济及地产周期回落等外部环境影响，同比增幅较窄，Q3 已得到改善；盈利端延续高增长景气度，我们认为主要原因有：1) 原材料价格同比持续下行，增厚公司利润空间；2) 汇率波动背景下，汇兑收益为公司利润增长做出一定贡献，参考 Q2 单季度财务费用为-1249 万元；3) 家用屏蔽泵下游热泵产业蓬勃发展，节能泵、工业泵、液冷车泵等利润率较高的产品加速渗透，驱动公司整体盈利能力提升。

图 4：公司年度营收规模及同比增速（亿元、%）

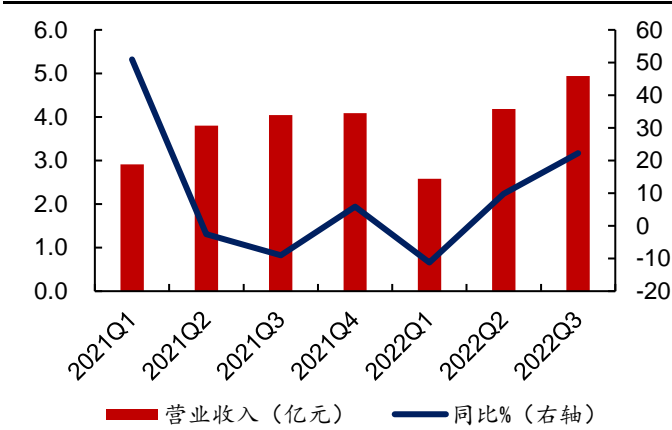


资料来源：Wind，信达证券研发中心

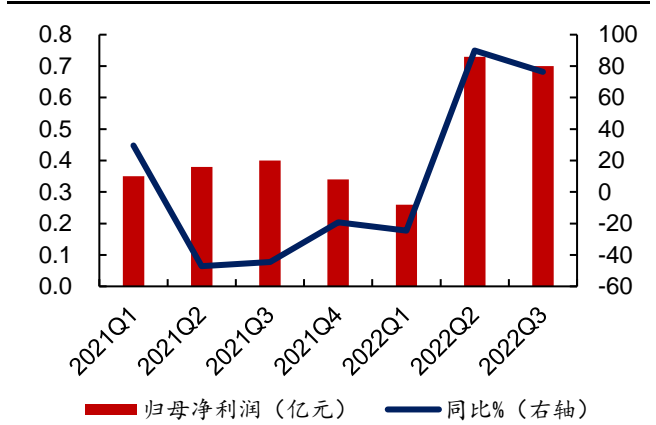
图 5：公司年度利润规模及同比增速（亿元、%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

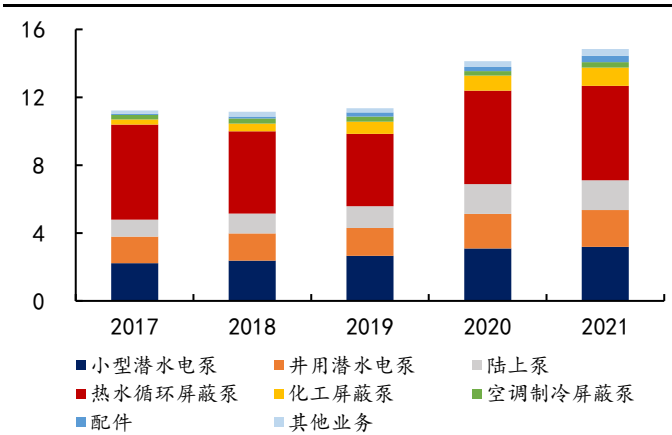
图 6：公司季度营收规模及同比增速（亿元、%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

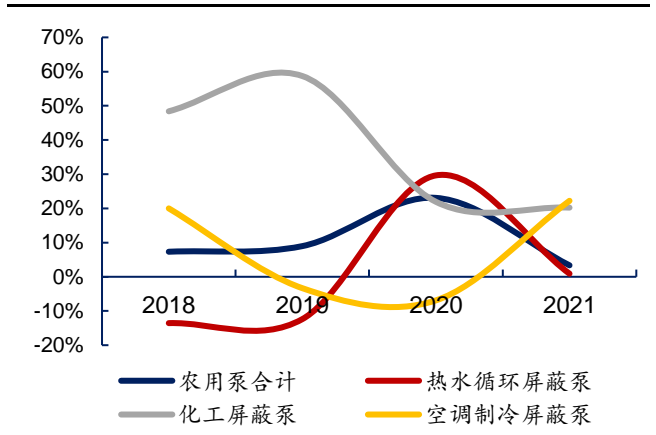
图 7：公司季度利润规模及同比增速（亿元、%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

分板块来看，民用水泵、热水循环屏蔽泵为当下公司营收贡献最大业务，过去五年占据总营收比重达八成以上，但比例呈现逐年下滑趋势，新兴业务化工屏蔽泵、空调制冷屏蔽泵等加速成长。2021 年民用水泵、热水循环屏蔽泵营收占比分别为 47.9%、37.5%，合计超 85%。分业务营收增速方面，21 年民用泵（农用泵）、热水循环屏蔽泵同比增速较低，分别为 3.3%、0.9%；工业屏蔽泵中的化工泵、空调制冷屏蔽泵具有良好表现，同比增速分别为 20.2%、22.2%。

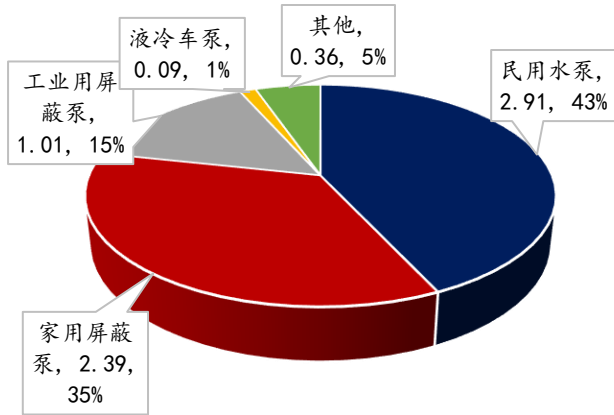
图 8：公司 17-21 年分版块营收（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

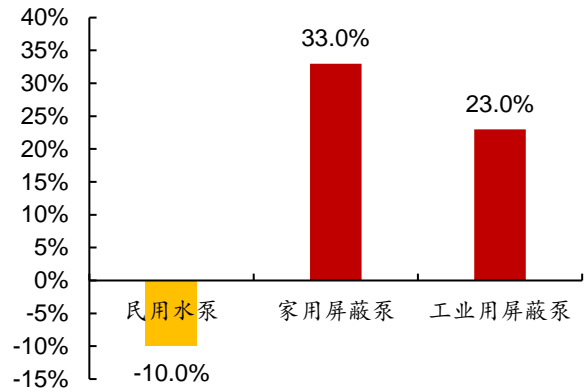
图 9：公司分版块业务营收同比增速（%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

22 年上半年，民用泵、家用屏蔽泵（热水循环屏蔽泵）、工业屏蔽泵板块分别实现营收 2.91、2.39、1.01 亿元，民用泵占比较 21 年持续收窄，家用屏蔽泵占比基本持平，工业屏蔽泵占比进一步提升。22 年前三季度，据公司公告披露，民用泵、家用屏蔽泵、工业屏蔽泵板块营收分别同比约-10%、+33%、+23%；液冷车泵板块实现营收约 0.2 亿元，同比大幅增长。

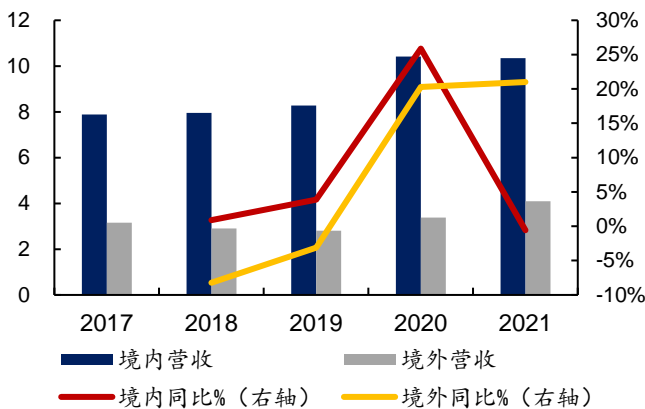
图 10：公司 22 年 H1 分版块营收及占比（亿元、%）


资料来源：公司半年报，信达证券研发中心

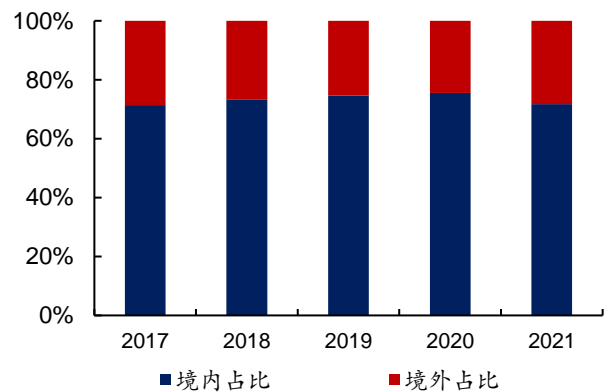
图 11：22 年 Q1-3 分版块营收同比增速（%）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

外销占整体收入约四分之一。分内外销来看，公司境外营收在 2020、2021 年均实现稳健增长，同比分别+20.3%、21.0%。整体来看，17-21 年公司内外销营收分布较为平稳，外销比重始终保持在四分之一左右，21 年外销占比为 28%。22 年至今公司未披露内外销具体分布，但提及家庭用屏蔽泵出口业务实现较快增长，节能型产品渗透率不断提升。

图 12：公司内外销营收及同比（亿元、%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 13：公司 17-21 年内外销营收占比（%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司产品出口国家分布较为分散。参考公司招股书中披露的 2016 年公司国外市场分国别销售情况，公司外销主要出口至波兰、俄罗斯、土耳其、伊朗、埃及等国，分布较为分散，绝大多数以美元结算。其中出口至波兰、俄罗斯、土耳其销售金额在外销中占比分别为 11.24%、11.31%、11.47%。

表 1：2016 年公司国外市场分国别销售情况

序号	国别	结算货币	外币销售金额：万	相应人民币销售金额：万元	在外销中占比
1	波兰	美元	463.47	3062.99	11.24%
2	俄罗斯	美元	418.92	2768.91	10.16%
		人民币		312.59	1.15%
3	土耳其	美元	320.35	2364.15	8.67%
		欧元	115.13	762.82	2.80%
4	伊朗	美元	251.04	1658	6.08%
5	埃及	美元	244.47	1608.49	5.90%
6	伊拉克	美元	178.84	1184.51	4.34%

7	墨西哥	美元	164.78	1096.63	4.02%
8	加拿大	美元	159.77	1055.21	3.87%
9	尼日利亚	美元	147.12	927.79	3.40%
10	美国	美元	136.04	899.42	3.30%
11	德国	美元	118.32	786.29	2.88%
12	越南	美元	95.31	633.59	2.32%
13	泰国	美元	89.22	590.44	2.17%

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

从历史经营情况来看，公司发展稳扎稳打具备韧性，深耕主业的同时擅于抓住市场机遇。通过前瞻领先布局、多年研发积累，大元泵业成功打造多元业务矩阵，深化各领域竞争优势：

- 1) 在家用屏蔽泵领域，经历 16-17 年“煤改气”扩张与竞争成长为行业龙头；抓住全球节能减排机遇，成功研发并推广高效节能泵，并成为热泵产业链核心供应商之一，二次腾飞在即。
- 2) 在民用泵领域，不畏激烈竞争积极拓展产能与渠道，深耕数十载体量跻身全国前列；行业淘汰出清趋势下，有望受益于份额进一步向头部集中。
- 3) 在工业泵与液冷车泵领域，工业泵国产替代与氢燃料电池车市场仍处于起步阶段，公司前瞻视角领先布局，已占据行业有利地位，有望随中长期市场扩容率先分享红利。

二、热泵增量与产品升级双驱动，助力家用屏蔽泵二次腾飞

2.1 家用屏蔽泵国内龙头，技术优势构建护城河

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。公司家庭用屏蔽泵产品包括壁挂炉泵、节能泵、管道泵、机械泵、零冷水泵等系列，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，目前壁挂炉、家庭管道循环、热泵系统为公司现阶段家用屏蔽产品重点应用或开拓场景。

表 2：公司家用热水循环屏蔽泵产品矩阵

	普通型壁挂炉泵	节能型壁挂炉泵	产品描述		
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。 功能及应用： 1) 应用于燃气壁挂炉系统、加热系统、冷却系统等；2) 电能转化为水压；3) 传导热水；4) 把热水系统中的气体排除。		
节能泵	热泵节能泵	GPA III	GPA IV	产品描述	
				可用于家庭采暖和生活供水系统，空气源、地源热泵系统，空调系统，工业循环系统，太阳能系统。 产品优势： 1) 轻松安装与启动：电泵通电即可启动，并自动调节，适应系统的实际需求；2) 电泵运行噪音低至42dB(A)；3) 最低能耗可达5W。；4) 电泵自带过压和过流保护；5) 满足最新ERP2015的要求；6) 可松脱的电源快插接头能快速实现泵的启停	
管道泵		产品描述 产品由水泵和单相屏蔽式(湿式转子)电动机两部分组成。GPD单相管道屏蔽电泵具有低噪音、无泄漏、环保、外形美观、安装方便以及运行可靠等优点，可用于单管和双管供热系统及大型系统中的混合回路;也可适用于城市公寓、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。			
机械泵	热水循环泵	加压用离心式水泵	卧式多级离心泵	卧式多级变频泵	产品描述
					应用领域包含： 热水循环及采暖系统；空气源、太阳能、空调系统；工业循环系统；家庭用水增压；家庭花园供水；清洗及园林喷灌系统；各种机器配套；商业用水；锅炉给水系统；冷却水系统
零冷水泵		产品描述 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。			

资料来源：新沪官网，信达证券研发中心整理

公司海内外客户资源优质，德国威能为家用屏蔽泵最大客户。根据招股书中披露，公司热水循环屏蔽泵主要客户包含威能集团（德国）、FERRO SPOLKAAKCYJNA（波兰）、台州市瓦尔福进出口有限公司等，2016年公司对这三家客户的年销售金额分别为3927、2902、1779万元，占热水循环屏蔽泵板块营收的12.34%、9.12%、5.59%。

威能集团是欧洲出色的供热、生活热水、通风及空调设备制造商，也是全球顶尖的家用燃气壁挂炉制造商，旗下共计拥有八大国际品牌，在欧洲7个国家及中国无锡共设有11家工厂及产品研发中心。公司于2012年开始与其有业务往来，至今合作关系较为稳定。

表 3：2016 年公司屏蔽泵前十大客户

序号	公司名称	销售金额（万元）	占比	主要销售产品	客户类型
1	威能集团（德国）	3,926.70	12.34%	热水循环屏蔽泵	直销

2	FERRO SPOLKAAKCYJNA (波兰)	2,901.70	9.12%	热水循环屏蔽泵	经销
3	台州市瓦尔福进出口有限公司	1,778.72	5.59%	热水循环屏蔽泵	经销
4	ARMSTRONG (加拿大)	987.83	3.10%	热水循环屏蔽泵	经销
5	青岛海达源采购服务有限公司	561.26	1.76%	热水循环屏蔽泵	直销
6	广州迪森家居环境技术有限公司	560.11	1.76%	热水循环屏蔽泵	直销
7	利科德(上海)进出口有限公司	485.79	1.53%	热水循环屏蔽泵	经销
8	烟台荏原空调设备有限公司	481.01	1.51%	热水循环屏蔽泵	直销
9	HIGH POWER MEXICO (墨西哥)	463.55	1.46%	热水循环屏蔽泵	经销
10	UNIPUMP (俄罗斯)	451.83	1.42%	热水循环屏蔽泵	经销
合计		12,598.50	39.59%		

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

2021 年公司热水循环屏蔽泵产、销量分别为 352.17、352.76 万台，销量较 20 年同期下滑 9.74%。根据历史销量数据来看，公司热水循环屏蔽泵在 2016、2017、2020 年增速较快，分别为+42%、+118%、+35%。

历史复盘：

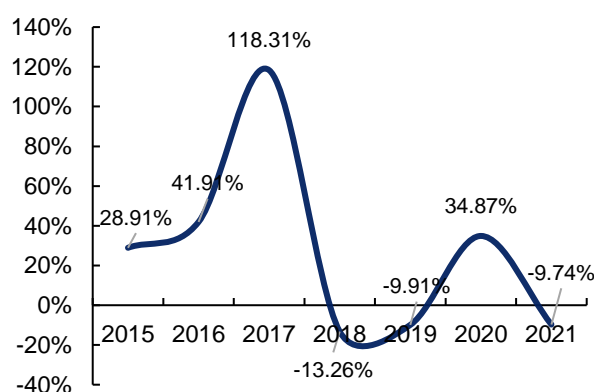
- 2016、2017 年主要受益于国家“煤改气”、“煤改电”工程相关政策利好，对下游壁挂炉行业起到决定性的推动作用，以及公司在 2017 年上市后通过募集资金以及人员调动及时扩充相关产能，抓住时代发展机遇。
- 2018、2019 年公司热水循环屏蔽泵销量接连下滑，主要是由于国内市场在历经 2017 年下半年的快速增长之后，产业链相关参与者对于“煤改气”的过快、过热推进进行了反思和调整，“以气定改”成为主基调，“煤改气”市场相关产品销量同比下滑明显。
- 2020 年公司进一步完善了家用屏蔽泵产品线布局，进一步激发团队营销活力，在国内市场提升综合占有率，在海外市场则抓住产品升级周期到来的机遇，节能泵产品出货量显著提速，整体产品销量再创新高。

表 4：公司热水循环屏蔽泵产量、销量、产能（万台）

年份	销量（万台）	产量（万台）	产能（万台）
2014	92.8498	94.55	110
2015	119.6887	119.8	120
2016	169.8513	175.66	130
2017	370.7995	371.4696	/
2018	321.6459	330.8208	/
2019	289.7647	287.6771	/
2020	390.8064	391.5578	/
2021	352.7551	352.1684	/

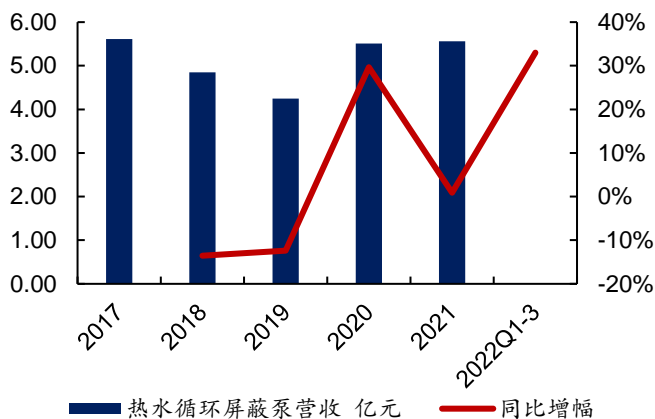
资料来源：公司招股书、年报，信达证券研发中心

图 14：公司热水循环屏蔽泵销量同比增幅（%）

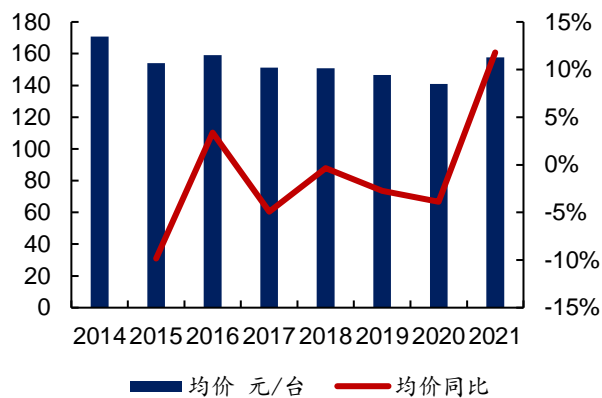


资料来源：公司招股书、年报，信达证券研发中心

从产品均价情况来看，2020 年以前热水循环屏蔽泵单台价格呈现逐年小幅下滑趋势，我们推测主要是因为生产规模化效应下成本降低；到 2021 年出现一定程度回暖，单台均价约为 158 元，同比+11.79%，带动板块整体收入略有提升。我们认为可能是由于：1) 2021 年板块业务结构分布变化，传统重点下游市场国内壁挂炉配套用泵实现收入占板块收入比降至约 23%，下游国外市场则增长较为显著。2) 单价较高的节能泵产品加速渗透。3) 下游原材料价格普涨导致出货价提升。

图 15：公司热水循环屏蔽泵营收及同比（亿元、%）


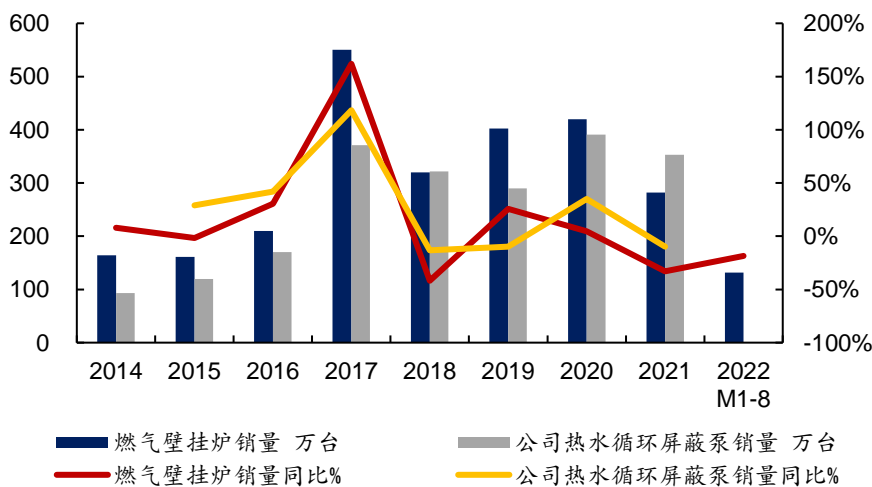
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 16：公司热水循环屏蔽泵单台均价及同比（元、%）


资料来源：公司招股书、年报，信达证券研发中心

家用屏蔽泵市占率方面，根据新思界研究报告，在热水循环领域，2019 年我国市场对屏蔽泵的消费需求为 500 万台左右，参考公司 2019 年销量为 290 万台，则计算出公司当年国内市占率约为 58%。根据《泵工程师》的销售排行榜，子公司合肥新沪在专注于屏蔽泵研发、生产和销售的中国地区泵厂商中排名第二。

综合以上信息，我们判断公司在国内家用屏蔽泵市场市占率较高，为该领域龙头。

图 17：我国燃气壁挂炉市场销量与公司热水循环屏蔽泵年销量对比


资料来源：Wind，公司招股书、年报，信达证券研发中心整理

公司热水循环屏蔽泵类产品技术含量较高、市场壁垒较强。屏蔽泵的生产涉及水力模型设计、机电一体化、自动控制技术、加工精度控制、材料及检测等多个技术领域，要求企业在各方面都具有较强的技术实力。随着国家对于环境保护、节能减排、安全生产和居民用水安全方面的要求不断提高，泵产品研发的技术要求越来越高，多数中小企业不具备自主研发能力，因此公司具有较强技术水平护城河优势。

屏蔽泵产品市场准入门槛较高。泵产品生产企业进入国际市场需要获得相关的准入认证，如北美的 CSA 认证、美国的 UL 认证、欧盟的 CE 认证和尼日利亚的 PC 认证、SONCAP 认证等。各国家、地区的准入和认证标准繁多，新进入的泵产品生产企业取得这些认证需要投入大量的时间和财力；另一方面，欧美等发达国家和地区的认证标准，在质量、能效、环保、安全等方面均提出了较为严格的要求，产品的达标需要生产企业具备较强技术实力，

因此市场具有较高的准入门槛。

图 18：屏蔽泵行业准入壁垒



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 19：新沪产品参展国际展会



资料来源：新沪官网，信达证券研发中心

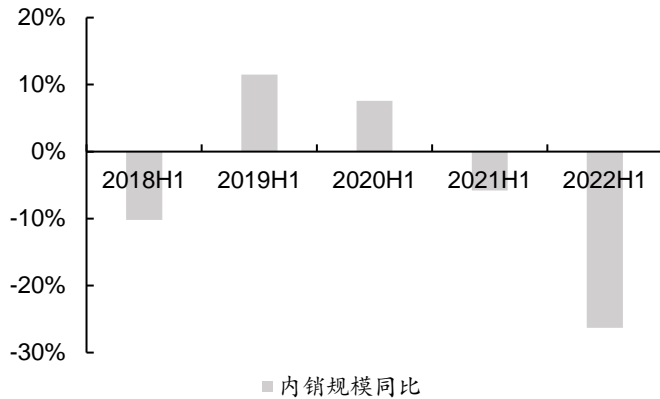
公司在家用屏蔽泵领域国内外竞争对手主要包括丹麦格兰富、德国威乐以及同在浙江温岭的新界泵业。其中新界泵业与公司营收体量较为接近，格兰富、威乐总体量较大，在中国设有总部及工厂，例如威乐在中国共有 14 家分公司及完整销售网络，且在北京和秦皇岛拥有 2 家工厂。

表 5：公司家用屏蔽泵国内外主要竞争对手

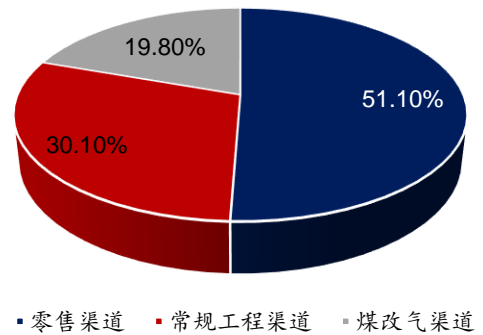
主要竞对	核心产品	公司情况介绍
丹麦格兰富	循环泵、井用潜水电泵、立式多级离心泵	目前世界上最大的离心泵厂家，至 2009 年底已经在全球的 45 个国家拥有 82 家各类分公司或子公司。2008 年，其全球员工总数为 17,000 多人，每年生产各类泵达 1,600 万台。1994 年格兰富公司在上海设立办事处，开始进入中国。1996 年开始在苏州设立生产组装厂和研发中心，在无锡、上海和青岛设立了生产厂和物流中心。2021 年格兰富集团全年净销售额达到约 270 亿人民币，同比+10.45%。
德国威乐	民用、商业建筑用水泵及水务管理	截至 2016 年威乐在全球共拥有五个生产厂和二十七个水泵销售子公司，形成年产水泵 500 多万台（套）的以自动化生产为主的规模，一直致力于房屋建筑用水泵及其调速控制设备的研制和生产。威乐集团 2021 财年净销售额为 16.5 亿欧元，同比+13.8%。
新界泵业	潜水泵、陆上泵、井泵、屏蔽泵、不锈钢泵	新界泵业拥有 12 大系列、2000 多个规格型号产品。国内外现有 8 大研发和制造基地，产品销往全球 140 多个国家和地区。2019 年新界泵业实现营收 16.53 亿元。

资料来源：信达证券研发中心整理

公司家用热水循环屏蔽泵以壁挂炉配套为主，壁挂炉市场增长稍显疲态。壁挂炉市场近年增长遭遇瓶颈，特别是“煤改气”作为壁挂炉内销行业主要出货渠道已表现出明显退坡，对上游家用屏蔽泵行业产生一定冲击。22 年上半年壁挂炉内销规模同比下滑 26.3%，其中零售渠道表现平稳，渠道占比提升至五成以上；“煤改气”市场招标总台数为 15.4 万台，同比下滑 63.4%。

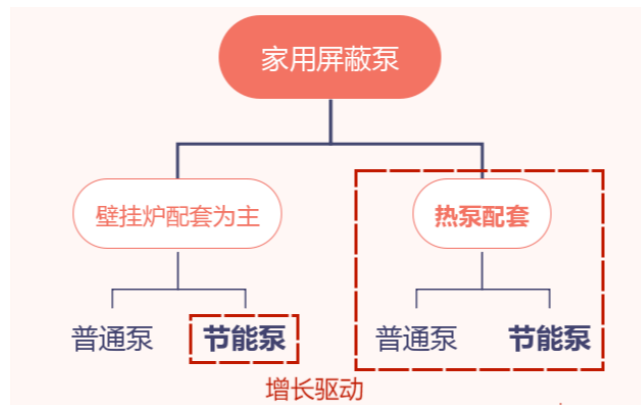
图 20：壁挂炉内销规模同比增速（%）


资料来源：产业在线，信达证券研发中心

图 21：22 年上半年壁挂炉内销渠道占比（%）


资料来源：产业在线，信达证券研发中心

热泵产业蓬勃发展贡献增量，高价值量节能泵加速渗透驱动增长。虽然下游壁挂炉市场回落对公司家用屏蔽泵板块增长造成压力，但 22 年前三季度该板块仍实现营收同比+33%的亮眼表现，我们认为主要得益于以下两项新看点：1) 乘热泵产业发展东风，开辟订单增长新曲线；2) 节能泵加速渗透，产品均价有望大幅提升。

图 22：热泵配套应用与节能泵为板块增长主要增长驱动


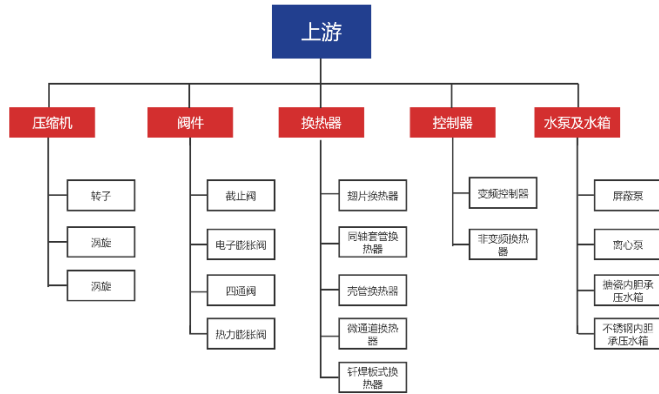
资料来源：信达证券研发中心

2.2 热泵产业蓬勃发展，公司配套份额具备较大提升潜力

热泵是一种由电能驱动能够高效利用低品位热能的加热装置，热泵机组可从自然界中吸收热量，经过热泵的“搬运”（电力做功驱动热泵），获得可用于生产、生活的热能。热泵的热效率通常可达 300%，即 1 度电可搬运 3 度电，其热效率比直接制热的电热水器、燃气锅炉采暖等高出几倍，且几乎无污染。因此，推广热泵是大力推动节能减排、助力全球“碳达峰、碳中和”的最重要路径之一。

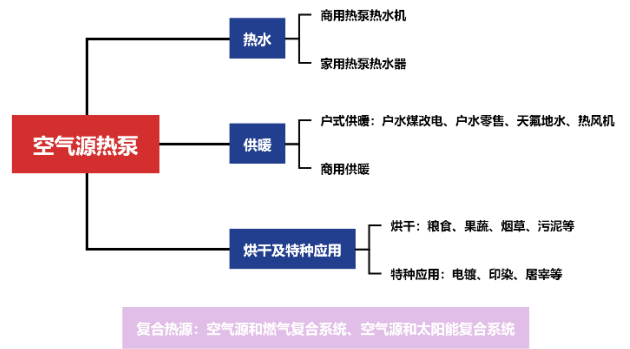
热泵上游包含压缩机、阀件、换热器、控制器、水泵及水箱等，下游可细分为热水、供暖、烘干及特种应用。公司所生产的家用屏蔽泵属于热泵产业链上游的水泵及水箱分类，是热泵重要组成部分之一。

图 23：热泵产业链上游



资料来源：产业在线，信达证券研发中心

图 24：空气源热泵下游应用

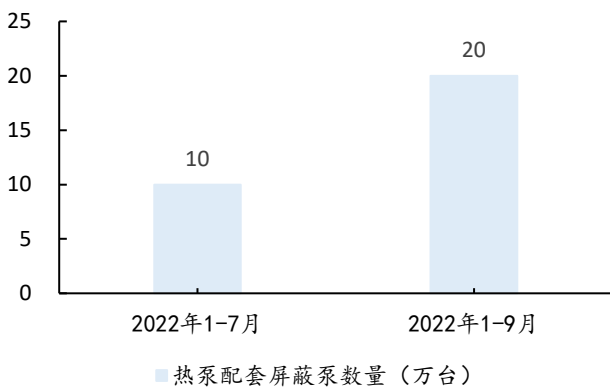


资料来源：产业在线，信达证券研发中心

目前公司家用屏蔽泵在热泵相关领域销量虽仍处于较低水平，但成长速度较快。2022 年 1-7 月公司相关热泵领域水泵销售数量约 10 万台，同比大幅增长；截止到 2022 年 9 月底，公司相关领域水泵销售数量约 20 万台。总量方面，2022 年前三季度公司家用屏蔽泵板块销量近 260 万台，因此热泵相关领域销售占比约为 8%。

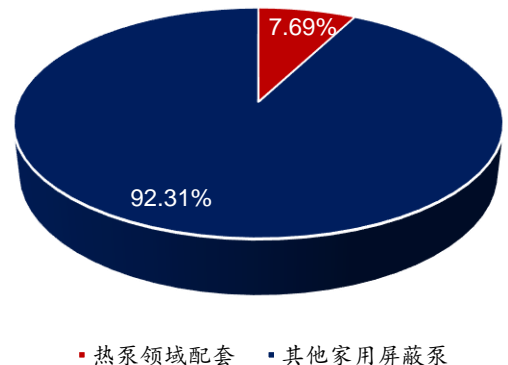
热泵配套水泵由于平均功率高于壁挂炉配套水泵，在单台价值量上通常更高。因此若 1) 热泵市场需求，及 2) 公司市场占比能够不断提升，家用屏蔽泵板块扩张有望持续受益。

图 25：22 年公司热泵配套屏蔽泵规模（万台）



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 26：22 年前三季度家用屏蔽泵中热泵配套占比 (%)



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

1) 下游热泵需求高企，推动全产业链发展迎来春天。

热泵产业发展同时具备短期催化因素及长期战略支撑：

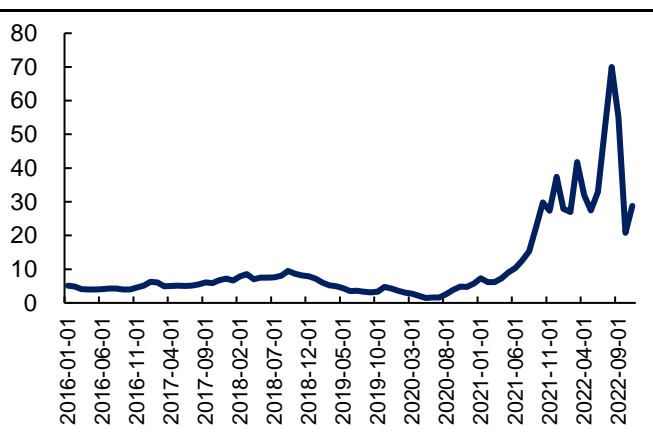
长期战略因素：基于全球双碳目标，近年欧美各国在助力碳中和、推广热泵等清洁节能设备方面推出了一篮子补贴政策。例如德国联邦政府在 22 年 7 月推出 1775 亿欧元气候与转型基金作为能源转型类企业融资渠道，美国总统 22 年 8 月签署“削减通胀法案”，其中 3690 亿美元用于能源和气候领域项目，居民购买合格的高效率家电产品可以进行税收抵扣，如热泵热水器可抵扣不超过 1750 美元，购买热泵采暖制冷产品可抵扣不超过 8000 美元。

表 6：欧美各国热泵安装补贴政策

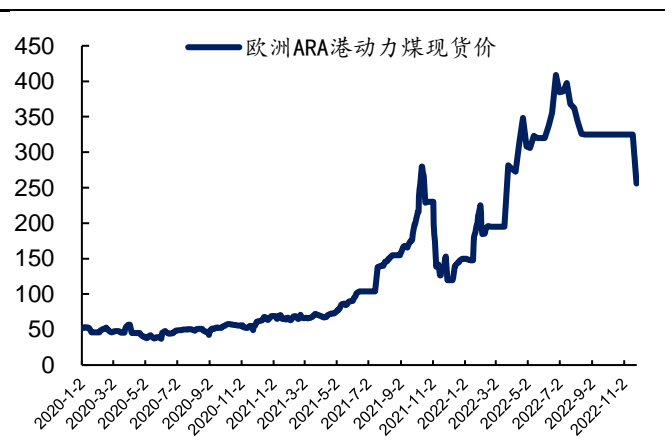
地区	政策名称	颁布时间	主要内容
欧盟	European Green Deal	2019. 12	截至 2030 年温室气体排放较 1990 年减少 55%，2030 年新的可再生资源占比要达到 40%
德国	Market Incentive Programme	2000, 2015 年再次修订	安装热泵类完全可再生能源可以获得 35% 的支持，如果更换的是油热系统，则支持力度达到 45%。
	气候和转型基金	2022. 7	从 23 年到 26 年，联邦政府总共将提供约 1775 亿欧元气候与能源转型基金，其中 2023 年的计划额度为 354 亿欧元，该基金将成为能源转型和气候保护的重要融资工具，也将为能源密集型企业 and 私人家庭提供补贴，以补偿不断上涨的能源价格带来的损失。
法国	MaPrimeRénov.	2019	根据家庭收入不同，更换为可再生能源可获得 40%~90% 的不同补贴，补贴价格在 4000~11000 欧不等。
意大利	Superbonus	2020. 11	安装热泵时，政府提供 110% 的补贴，最高 10 万欧/户，2021 年政府在该项目上投入了 90 亿欧元。
英国	Boiler Upgrade Scheme	2022. 5	安装空气源热泵补贴 5000 英镑，水源/地源热泵 6000 英镑，生物燃料加热器 5000 英镑
美国	Inflation Reduction Act Of 2022	2022. 8	美国能源部在 2026 年 9 月 30 日前将持续提供 40 亿美元的能源贷款计划。在居民能源效率提升和电气化补贴方面到 2031 年将提供 43 亿美元。购买合格的高效率家电产品可以进行税收抵扣，热泵热水器可抵扣不超过 1750 美元，购买热泵产品进行采暖制冷可抵扣不超过 8000 美元补贴。

资料来源：各国政府网站，财联社，信达证券研发中心

短期催化因素：俄乌冲突催化煤炭、天然气等能源价格高企，热泵经济性凸显。2022 年俄乌地缘冲突背景下欧洲国家对于俄罗斯天然气、煤炭产品进口部分封锁，催化相关能源价格直线式上升。参考 2022 年 8 月欧洲天然气商品价格直线上升达到 70 美元/百万英热单位，7 月欧洲 ARA 港动力煤现货价格也同比上涨 241% 达到最高 398 美元/吨。欧洲低品位能源价格大幅上涨凸显热泵节省能耗优势及使用经济性，催化短期内购买需求提高。

图 27：欧洲天然气商品价格（美元/百万英热单位）


资料来源：Fred，信达证券研发中心

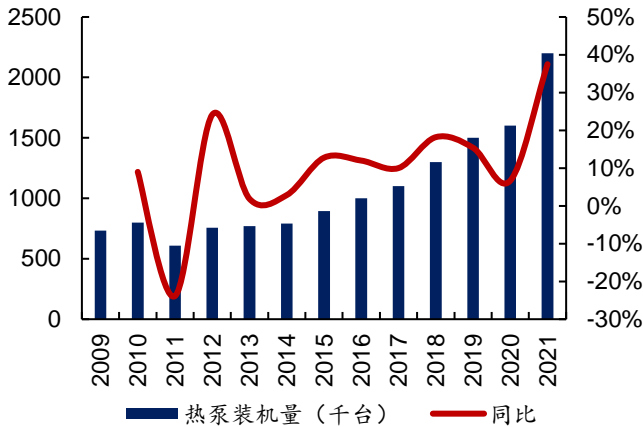
图 28：欧洲 ARA 港动力煤现货价格（美元/吨）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

基于欧盟可再生能源行动的目标，EHPA 预估到 2026 年欧盟区域将累计安装 2000 万台热泵，到 2030 年则有望达成累计 6000 万台。在环保政策和高能源成本价格的双重推动下，欧洲热泵装机市场进入快速上升通道。2021 年欧洲 21 个国家热泵销量达到 220 万台，同比增长 37.5%，热泵销售总额占欧洲取暖设备销售总量（热泵+锅炉）的比例提升至 21.35%，较 2010 年提升 10.15pct。2022 年欧洲热泵增速迎来更显著突破，以波兰为例，前三季度空气-水热泵销售额比 2021 同期增长了 140%，整体热泵市场增长了 121%。

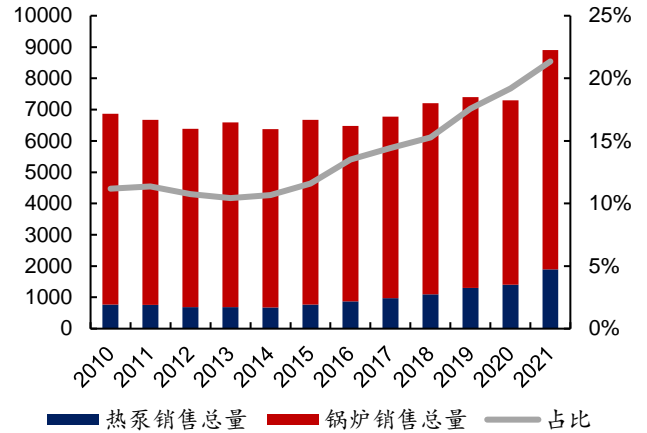
目前欧洲热泵供暖渗透率约为 13%，根据现有 1530 万台供暖热泵及欧洲 28 国（含英国）建筑容量 1.15-1.2 亿的数据所得出的结论，因此热泵供暖在欧洲还有较大的增长空间。

图 29：欧洲热泵销量及同比增速（千台，%）



资料来源：EHPA，信达证券研发中心

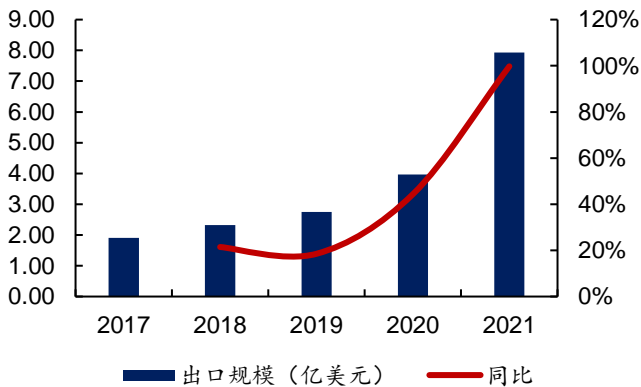
图 30：欧洲热泵销售占供暖设备销售比例（千台，%）



资料来源：EHPA，信达证券研发中心

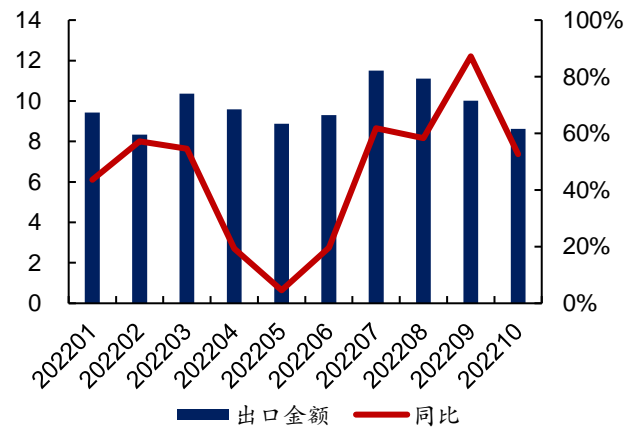
伴随海外政策红利释放，我国热泵出口步入快车道。根据海关数据，22 年 1-10 月我国热泵相关产品出口金额 97.14 亿元，同比+43%；其中 10 月出口欧洲金额+101%，同比继续翻番。我们认为，上半年受到疫情影响，我国热泵出口一定程度上受到干扰。但随着采暖旺季到来以及热泵长期总需求确定性较高，未来出口景气度有望持续高增。

图 31：2017-2021 年我国空气源热泵出口规模



资料来源：中国海关，华经产业研究院，信达证券研发中心

图 32：22 年我国热泵海关出口金额及同比（亿元、%）



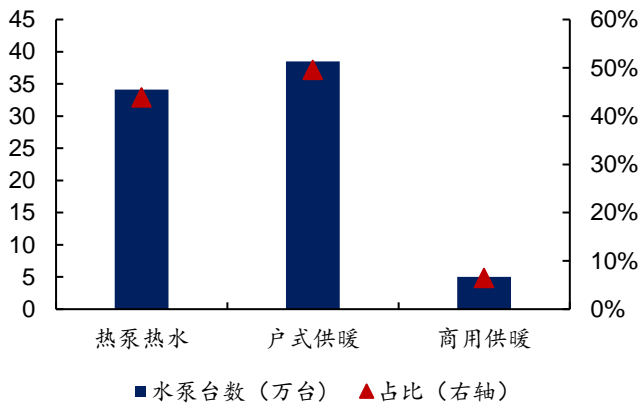
资料来源：海关总署，信达证券研发中心

我国家电企业积极布局及加码热泵赛道。以美的为例，22 年 10 月 14 日，美的楼宇科技在欧洲投资新建的生产研发基地在意大利正式开工奠基。按照规划，新的生产基地将投资 6000 万欧元，包括热泵生产中心与研发中心，热泵年产能 30 万台，预计 2024 年第二季度投产。建成后，热泵产品的关键物料将由欧洲制造、欧洲销售，热泵产品下单到交付的周期将由原来的 5 个月缩短至 1 个月，有望进一步提升美的在欧洲本土的热泵产能及交付效率。海尔、格力等企业均表达对热泵产业发展机遇的重视。因此从下游热泵市场情况看，未来主机需求仍然会维持较高景气度，大元泵业作为上游供应链重点企业有望持续受益。

2) 公司在热泵配套领域市占率具备较大提升潜力:

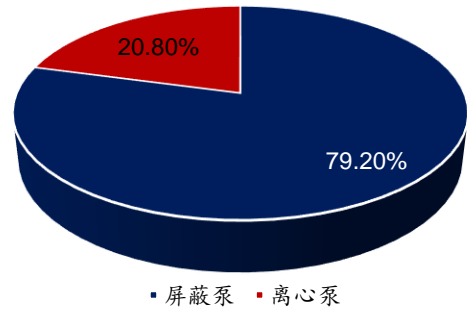
首先明确的是，屏蔽泵占据采暖热泵配套水泵绝大部分份额。据《2021 年中国热泵供暖产业发展年鉴》数据，2021 年国内热泵行业水泵配套用量约 77.6 万台，同比+6.7%，其中热泵热水、户式供暖、商用供暖领域占比分别为 43.9%、49.6%、6.5%。在户式采暖应用中，目前水泵应用主要分为屏蔽泵和离心泵，21 年屏蔽泵在户式采暖热泵中应用占比为 79.2%，接近八成，占据热泵配套水泵中大部分份额。

图 33: 21 年水泵在各热泵应用领域用量及占比 (万台, %)



资料来源:《2021 年中国热泵供暖产业发展年鉴》，信达证券研发中心

图 34: 21 年热泵户式供暖领域不同水泵用量占比 (%)



资料来源:《2021 年中国热泵供暖产业发展年鉴》，信达证券研发中心

公司在热泵配套领域主要竞争对手依然以德国威乐、丹麦格兰富、新界泵业为主。由于热泵配套屏蔽泵与公司销售的原家用屏蔽泵产品几乎相同，因此在该领域竞争格局也十分接近。根据以往表现，威乐、格兰富等进口品牌在南方冷暖两联供主机应用上具有优势，而新沪、新界等在北方“煤改电”及北方零售渠道具有优势。据公司介绍，总体上威乐、格兰富目前在海内外热泵配套领域市占率领先，公司与新界紧随其后，除此之外其他泵企暂不构成竞争力。

图 35: 2022 年热泵配套泵竞争格局



资料来源: 信达证券研发中心整理

估算公司现有热泵配套领域市占率: 首先根据公司公告, 2022 年 1-9 月公司热泵配套水泵销售约 20 万台, 由于节能泵大部分为出口, 因此我们预计出货给国内厂家约为 13 万台。再参考我国热泵前三季度总量:

1) 出口总量方面，根据海关数据，2022年1-9月压缩式热泵及制冷量>4千大卡/时热泵式空调器出口数量约为102.6万台；

2) 内销总量方面，根据产业在线，2022年1-9月空气源热泵内销金额约为75.5亿元，按照芬尼科技所披露的空气源热泵采暖、热水等产品出货价，以及我国热泵细分领域应用占比，若我们假设我国空气源热泵均价约为1万人民币，即前三季度内销销售量约为75.5万台。

内外销合计的178.1万台热泵中，若合理假设80%热泵走水系统需配置水泵，则全行业前三季度内销+出口热泵配套水泵数量预估约为142.5万台，因此前三季度公司在热泵配套领域市场份额约为9%。相较于公司在壁挂炉领域超50%市场份额，以及基于壁挂炉泵与热泵配套水泵产品具有相通性，我们认为公司在热泵配套领域仍有较大市占率提升空间。

表 7：公司热泵配套屏蔽泵市占率测算

22年1-9月公司热泵屏蔽泵	20万台	其中内销	13万台
我国22年1-9月热泵出口台数			102.6万台
内销方面22年1-9月空气源热泵金额为			75.5亿元
假设内销热泵均价为1万元每台，则热泵内销台数为			75.5万台
内外销总计数量			178.1万台
合理假设目前80%的热泵走水系统，则安装水泵热泵总计			142.5万台
则我们估算22年1-9月大元热泵屏蔽泵在我国内销+出口市占率约			9.1%

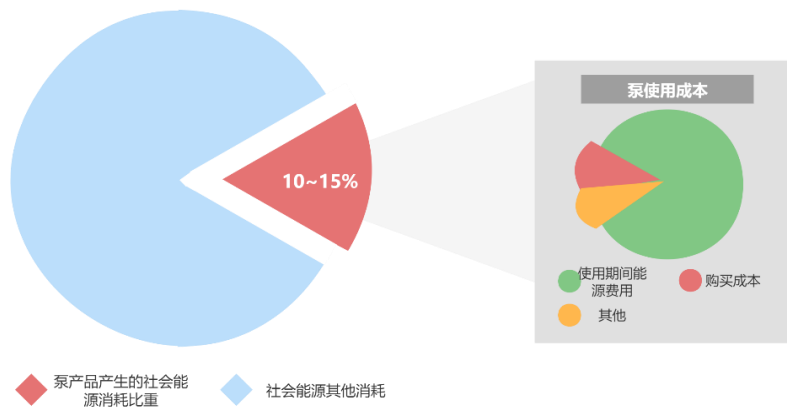
资料来源：海关总署，产业在线，芬尼科技招股书，中国热泵节能协会专业委员会，前瞻产业研究院，信达证券研发中心测算

目前公司在热泵配套领域客户开发情况良好，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，未来市占率提升潜力较大。若未来公司外销型或海外订单开发进展顺利，热泵配套水泵单台价值量有望继续提升。

2.3 产品结构升级，节能泵加速渗透

水泵节能化升级助力全球双碳目标实现。研究数据显示，包括家用泵在内的各类泵产品的能源消耗占社会总消耗的10%-15%，泵在购买成本在泵的使用周期内占费用总额的比例少于10%，而其消耗能源的费用占费用总额比例却高于80%。因此，泵的高效与节能技术的使用和推广对于减少社会能源消耗、提高各类设备使用过程中的经济性至关重要。

图 36：泵产品在能源消耗中具有重要作用



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

公司的节能泵产品相比传统的家用屏蔽泵产品，主要技术区别在于永磁电机及控制器的应用。控制器的算法及设计是一个长期积累的过程，会随着下游应用场景及应用范围的扩大而逐步优化其算法模式。相较于国内企业，公司节能泵产品在电机设计、控制器设计及算法等技术上具有一定的先发优势。

节能泵由泵体、叶轮、永磁电机及控制器组成，采用智能控制技术，通过探测电机电枢电流，反馈控制电机的转速，实现变工况的自适应调节，解决了普通屏蔽泵能耗高的问题，达到了高能效、低噪音的经济运行效果。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，EEI (能效等级) 等指标目前完全符合欧盟等全球主流市场准入标准。

随机选取公司官网所展示的普通型与节能型壁挂炉泵产品，对比两类产品在近似扬程下所消耗功率。如普通型 2 号产品在 5 米扬程下功率为 70W，而节能型 1 号产品相同扬程下消耗功率仅为 33W，理论上消耗仅为前者的 47%。

表 8：公司节能型与普通型壁挂炉泵参数对比

序号	规格型号	电压 (V) / 频率 (Hz)	档位	流量 (立方米/小时)	扬程 (米)	功率 (W)	电流 (A)
普通型壁挂炉泵							
1	GPD 15-5S Z178	230/50	III	2.2	5.7	85	0.40
			II	1.5	4.5	60	0.30
			I	1	2.5	40	0.22
2	GPD 15-6S Z179	230/50	III	2.5	6.5	100	0.45
			II	1.8	5.0	70	0.35
			I	1	3.5	55	0.25
节能型壁挂炉泵							
1	GPD 15-7.5 III Z027	230/50	7.5	2.4	7.5	60	0.50
			7	2.2	7.0	52	0.45
			6	2.1	6.0	39	0.35
			5	1.9	5.0	33	0.30
2	GPD 15-7.5 III Z106	230/50	7.5	2.4	7.5	50	0.50
			7	2.2	7.0	52	0.45
			6	2.1	6.0	39	0.35
			5	1.9	5.0	33	0.30

注：以上所有值基于最大值情况

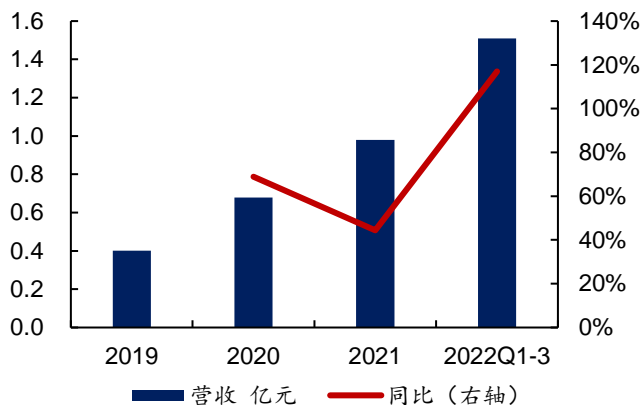
资料来源：新沪官网，信达证券研发中心

多年来，合肥新沪持续开展对于下一代家用高效节能泵产品的研发和创新。根据 2020 年年报，公司高效节能泵主要在欧盟、北美等市场销售，在国内市场尚处于起步阶段，2020 年高效节能泵产品出货金额同比+68.91%，实现收入占家用屏蔽泵板块全部海外收入的 25.85%。

2021 年，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，全年实现收入约 0.98 亿元，同比+44.4%，占家用屏蔽泵板块收入从 2020 年的 12.32%进一步提升至 17.63%。2022 年上半年家用节能泵实现营收 0.65 亿元，保持同比近 40%的高增速，营收占板块总收入比重进一步提升至 27.20%。值得注意的是，在 22 年 1-9 月公司可识别的 20 万台热泵屏蔽泵中，节能型屏蔽泵占到其总量的 40%左右，远高于节能泵在壁挂炉领域销售占比，

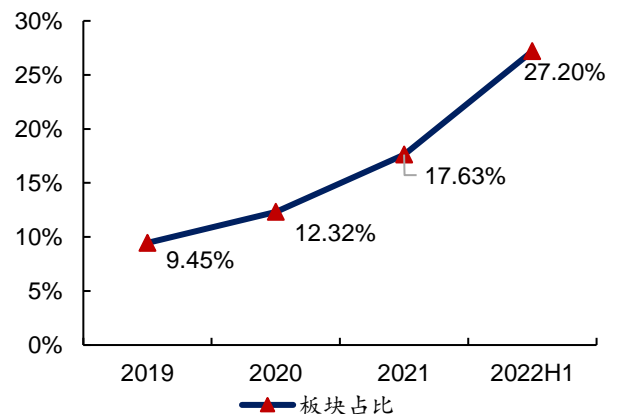
因此后续热泵产业的持续发展也能进一步优化公司产品结构，两者为互相成就的关系。

图 37：家用节能泵收入及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 38：节能泵占板块比重逐年提升（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

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%。同样，格兰富、威乐等外资品牌为公司主要竞争对手，目前节能泵市场地位领先于公司。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。

产能方面，截止目前公司的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上升的市场情况，公司目前正在对家用节能泵产能进行扩充，现有计划到 2022 年底实现 120 万台/年、2023 年实现 150 万台/年的产能规划。

图 39：家用节能屏蔽泵扩产计划表



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

近年来，全球能源安全需求及气候异常波动背景下的“双碳”目标推动了能源革命及能源转型步伐，下游以壁挂炉为代表的传统应用场景及以地热源、空气源为代表的新型家庭热管理终端对节能型屏蔽泵的需求方兴未艾，传统屏蔽泵产品被价值量更高的节能型产品替代的趋势进一步得到强化。

若对未来三年公司家用屏蔽泵业务体量进行测算，我们假设：

- 1) 将业务大致划分为热泵配套板块及壁挂炉配套板块，通过对比竞争对手威乐、新界水泵产品京东零售价格，以及内外资品牌价差，综合公司公告所披露 22 年前三季度 63

万台节能泵对应 1.51 亿收入以及家用屏蔽泵历史均价，我们合理假设各类泵 22 年均价为：在壁挂炉配套中，普通泵 150 元/台，节能泵 205 元/台；在热泵配套中，普通泵 250 元/台，节能泵 500 元/台。此外，我们假设 23-25 年热泵节能泵均价下降至 400 元，其余泵均价保持不变。

2) 热泵配套部分：

- 按照 22 年前三季度公司热泵配套泵销售情况，我们假设 22 年全年热泵配套总量约 30 万台，其中节能泵约 13.5 万台。
- 公司普通泵大部分供内销渠道，而节能泵主要出货海外。我们预计随着客户和渠道的进一步开拓，23 年公司热泵节能泵市占率有望大幅提升。结合下游我国空气源热泵出口预计规模，我们假设 23-25 年公司节能泵市占率分别提升至 20%、24%、27.5%，则 23-25 年公司节能泵销量增速约为 211%、68%、49%。
- 假设公司热泵普通泵 23-25 年销量 CAGR 为 25%。

3) 壁挂炉配套部分：

- 假设 21 年的 353 万台热水循环屏蔽泵中，普通泵为 305 万台，节能泵为 48 万台。
- 假设 22 年普通泵销量同比下滑 10%，约 275 万台；节能泵基于 22Q3 高增趋势预计 22 全年为 90 万台。
- 假设 23-25 年普通泵销量每年下滑 5%，节能泵销量每年增长 40%。

综上，经测算，23-25 年热泵配套泵销售额规模约为 2.2、3.5、5.0 亿元，壁挂炉配套泵销售额规模约为 6.5、7.3、8.6 亿元。整体家用屏蔽泵板块 22-25 年收入合计 7.0、8.7、10.8、13.6 亿元，同比分别+27%、+23%、+24%、+26%。

表 9：家用屏蔽泵板块测算

		热泵配套泵销量规模（万台）				
产品类型	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	
普通屏蔽泵	/	16.5	20.6	25.8	32.2	
yoy			25%	25%	25%	
下游热泵出口规模	/	149.5	209.4	293.2	381.2	
预计公司所占份额	/	9.0%	20.0%	24.0%	27.5%	
节能泵	/	13.5	41.9	70.4	104.8	
yoy			211%	68%	49%	
合计	/	30.0	62.5	96.1	137.1	
		热泵配套泵销售额规模（万元）				
产品类型	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	
普通屏蔽泵	/	4125	5156	6445	8057	
节能泵	/	6728	16752	28147	41932	
合计	/	10853	21908	34593	49989	
		壁挂炉配套泵销量规模（万台）				
产品类型	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	
普通屏蔽泵	305.0	274.5	260.8	247.7	235.3	
yoy		-10%	-5%	-5%	-5%	

节能泵	47.8	90.0	126.0	176.4	247.0
yoy		88%	40%	40%	40%
合计	352.8	364.5	386.8	424.1	482.3
壁挂炉配套泵销售额规模 (万元)					
产品类型	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
普通屏蔽泵	45750	41175	39116	37160	35302
节能泵	9799	18450	25830	36162	50627
合计	55549	59625	64946	73322	85929
家用屏蔽泵板块总销售额 (万元)					
总合计	55549	70478	86855	107915	135918
yoy		26.87%	23.24%	24.25%	25.95%

资料来源：公司公告，观研天下，产业在线等，信达证券研发中心测算

三、民用泵稳健增长，工业、车用泵步入高速成长期

3.1 国内民用泵领先企业，扩产释放市占率提升弹性

公司自创立以来深耕民用泵领域数十载，目前民用泵仍为公司收入贡献体量最大的板块，市场需求稳健，可视为公司发展的基石。代表产品包括小型潜水电泵、井用潜水电泵、陆上泵等，广泛应用于农林灌溉、养殖、地产建筑等领域，一定程度上景气度与宏观经济及地产基本面息息相关。随着疫后国内经济周期复苏、地产悲观预期见底，公司民用泵业务需求有望修复，未来有望继续保持稳健增长。

表 10：公司民用泵产品矩阵

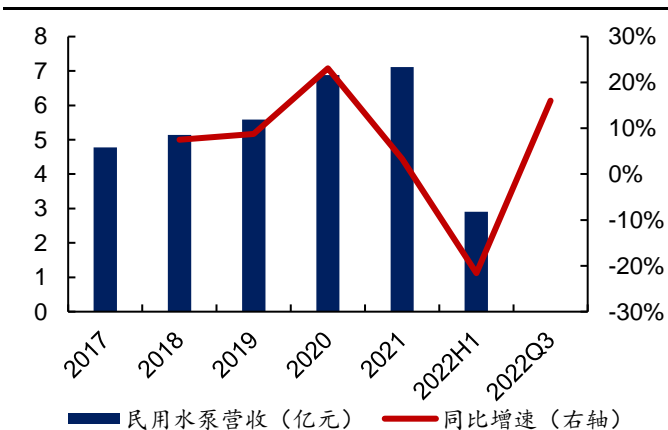
产品	应用场景
小型潜水电泵	该系列产品由于体积小、重量轻、适用于广大农村井下抽水、农田灌溉、园林浇灌、家庭生活用水，也可用于排除工业积水、建筑施工给排水及养殖业等场合。
井用潜水电泵	该系列产品采用分体式及全扬程设计和采用充油式电机，材质优良、噪音小，并且扬程高、效率高、高效区宽。广泛适用与远距离输水灌溉，养殖业高效增氧、深井提水、矿井给水及食品化工行业输送糖浆和无腐蚀性化学液体。
污水泵	该系列污水泵消化吸收了国外先进技术，采用流道式叶轮，大大提高了抗堵塞能力。该系列电泵适用于工业、农业、矿山、土建施工、市政环保等场所，是抽送泥浆、灰浆、生活废水、污水粪尿和含有短纤维、纸屑、泥沙等固体颗粒及农村排灌、河塘清淤的理想设备。
喷射自吸泵	该系列喷射泵利用水喷射原理，实现自吸功能及小流量、高扬程。具有寿命长、安全可靠、维修方便等特点。广泛应用于河水、井水等给排水之用，如农村、养殖、园林、旅馆、食堂及高层建筑送水等。是深井提水的理想设备。
旋涡式自吸泵	该系列旋涡式自吸电泵由电机、水泵、密封三部分组成。电机为单相或三相异步电机，泵部分为旋涡式叶轮结构，具有自吸功能。用于河水、井水等给排水之用，如农村、养殖、园林、旅馆、食堂及高层建筑送水等，输送水源条件为清水。

资料来源：大元招股书，信达证券研发中心

从总体量来看，21 年公司民用泵实现营收 7.11 亿元，同比+3.34%；22 年上半年受到地产周期回落、疫情等宏观因素影响，民用泵板块经历下滑，营收计 2.91 亿元，同比-21.60%；22 年 7-8 月天气较为干旱的背景下，公司抓住机遇积极采取营销措施刺激消费，民用泵板块有所回暖，Q3 单季度营收同比约+16%。

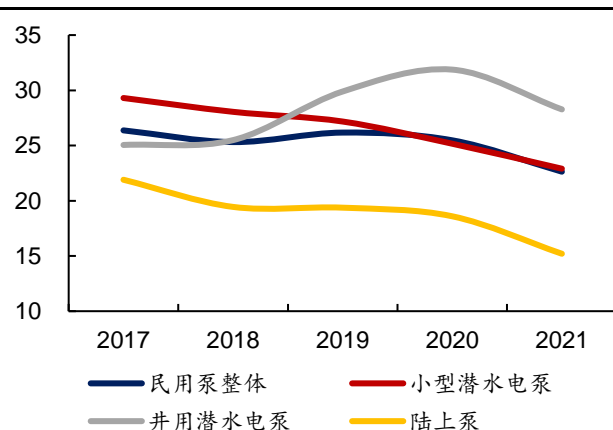
民用泵板块毛利率整体呈现逐年下滑趋势，21 年毛利率为 22.63%，同比-2.84pct。我们认为，这与大宗商品原材料价格上涨密切相关，但也部分受到民用泵市场格局较为分散、产品趋于同质化竞争因素影响。

图 40：民用泵板块收入及同比增速（亿元、%）



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

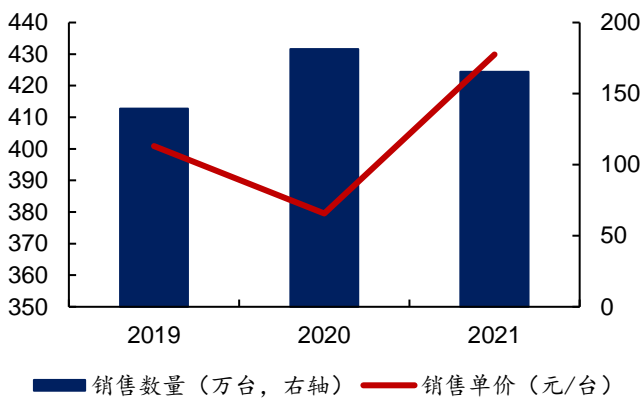
图 41：公司民用泵板块毛利率（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

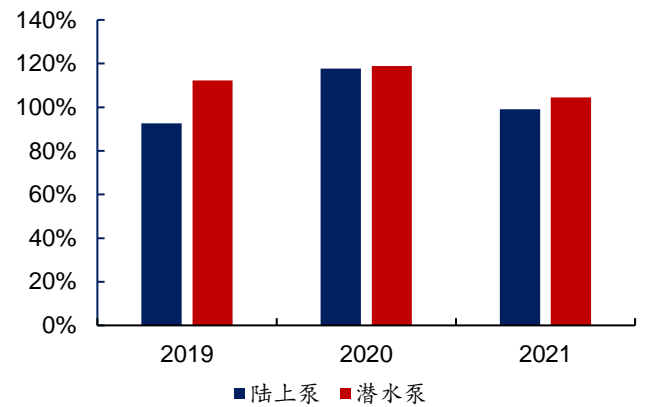
从单台价值量来看，近三年公司民用泵单台均价落在 400 元上下，21 年受原材料上涨影响均价提升至 430 元。从陆上泵、潜水泵两类民用泵近三年产能利用率来看，均接近或超过 100%，下游需求较为饱和。

图 42：民用泵销量及单价变化（万台，元/台）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 43：公司部分民用泵产能利用率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算

客户结构方面，公司不存在向单一客户销售比例过高或严重依赖少数客户的情况，销售模式以经销为主。从 2016 年公司民用泵前十大客户来看，埃及客户 ALFRED 销售金额占比最高，但也仅达到板块整体的 3.41%。

表 11：2016 年公司农用泵前十大客户

序号	公司名称	销售金额 (万元)	占比	主要销售产品	客户类型
1	ALFRED (埃及)	1,538.64	3.41%	陆上泵、井用泵	经销
2	KILNITUS (伊朗)	1,515.11	3.36%	陆上泵、井用泵、潜水泵	经销
3	宁波佳晟电气有限公司	1,268.51	2.81%	井用泵	经销
4	浙江中非国际经贸港服务有限公司	1,231.67	2.73%	陆上泵、井用泵、潜水泵	经销
5	UNIPUMP (俄罗斯)	1,015.78	2.25%	陆上泵、井用泵、潜水泵	经销
6	黄庆富	932.19	2.07%	陆上泵、井用泵、潜水泵	经销
7	KYLIN PUMP (尼日利亚)	927.79	2.06%	井用泵、潜水泵	经销
8	SUPER STEEL (伊拉克)	651.7	1.45%	陆上泵、井用泵、潜水泵	经销
9	长沙市耐腐蚀水泵厂	642.89	1.43%	陆上泵、井用泵、潜水泵	经销
10	VALSI (墨西哥)	633.46	1.40%	陆上泵、井用泵、潜水泵	经销
合计		10,357.74	22.97%		

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

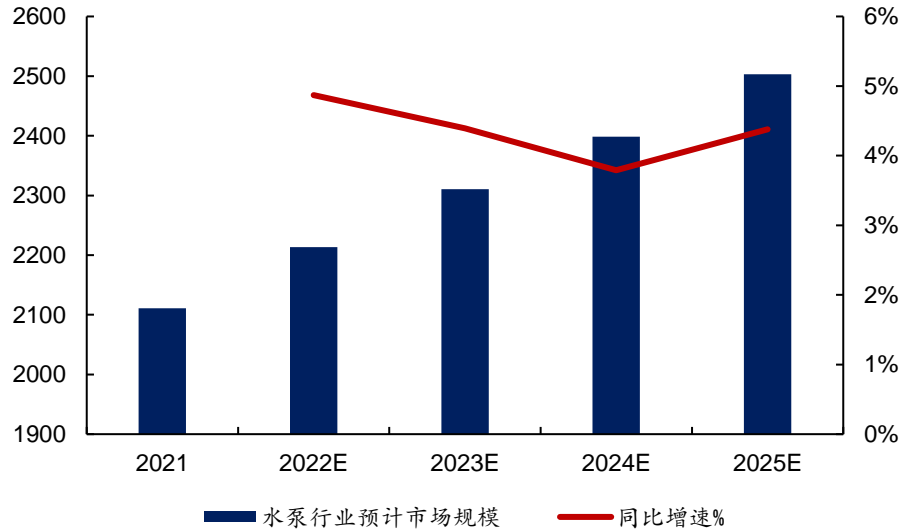
民用泵市场整体体量较大，竞争格局较为分散。近年来，全球水泵行业一直处于持续增长状态，市场规模不断扩大。根据 Zion Market Research 预测，2018 年至 2024 年全球水泵市场规模增速为 5.29%，市场总规模将于 2024 年达到约 665.10 亿美元。

国内市场方面，2013 年国内水泵市场规模为 1,419.60 亿元，2021 年增长至 2,000 多亿元。公司所处的浙江台州温岭地区小型民用水泵行业年产值即达 450 亿元左右，产量占据了国内同行业 65% 以上的份额，即全国小型民用水泵行业年产值达到约 700 亿元。

根据中研普华数据，我国泵生产企业数量达 6,000 多家，但规模以上企业只有约 1,300 家，大部分企业生产规模小、经营粗放、技术水平低、工艺和装备相对落后、品牌知名度较低，没有形成规模经济效应，市场地位显著突出的综合性泵业集团较少。在农用水泵领域，根

据农机协会排灌机械分会的统计，在全国水泵生产 6000 多家企业中规模达到亿元以上的企业不足 30 家，市场占有率超过 2%的企业则更少。绝大多数企业规模较小，年产值从几百万元到几千万元不等，而且尚未建立全国性的销售渠道网络，销售往往集中在一个或几个局部市场。

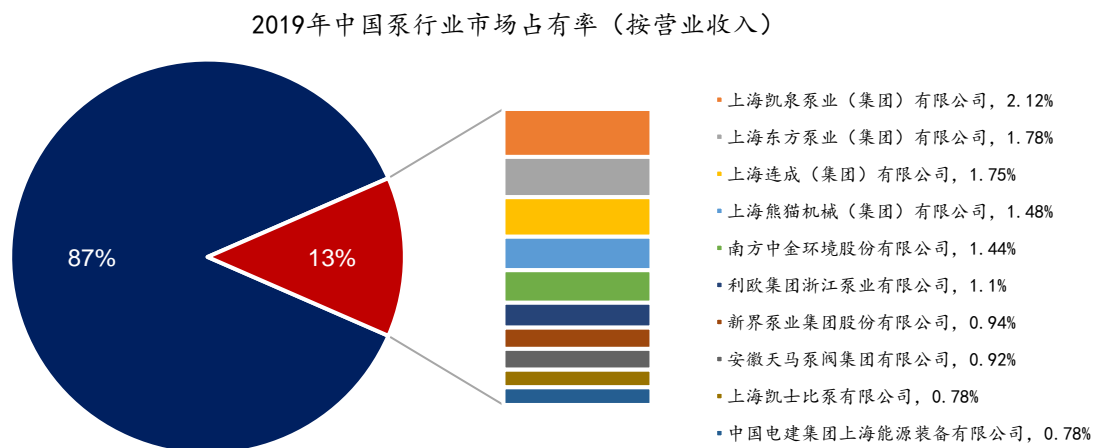
图 44：我国水泵行业市场规模预测（亿元，%）



资料来源：中研普华，信达证券研发中心

公司民用泵规模位于全国前列，未来份额提升空间广阔。根据 2021 年公司泵类产品总收入 14.84 亿元、民用水泵收入 7.11 亿元计算，公司在整体水泵行业市占率约为 0.74%，在全国小型民用水泵领域市占率约为 1.03%。民用细分中，根据 2016 年招股书中披露，在农机协会排灌机械分会的潜水泵生产企业的统计中，公司在此细分行业内市占率约为 3.75%，三年累计销售额排名位居行业第二名。

图 45：2019 年中国泵行业市场占有率（%）



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

根据《泵工程师》发布的 2014 年度中国地区泵厂商 TOP50 销售排行榜，同期大元泵业销售收入介于全国第 14 和第 15 位之间。另根据华经情报网 2020 年中国泵业市场收入排行榜，威乐以 15 亿元收入排名第 10，同期大元泵业收入为 14.13 亿元，我们预计公司排名

在全国第 11-15 之间。

表 12：2020 年中国泵业市场收入排行榜

排名	企业名称	收入 (亿元)	国别	主要产品
1	上海凯泉泵业 (集团) 有限公司	53	中国	离心泵、污水泵、混轴流泵、核电用泵、控制柜、给水设备及一体化泵站等
2	荏原 Ebara	49	日本	离心泵、污水泵、干式真空泵及镀膜装置等
3	上海连成 (集团) 有限公司	33	中国	离心泵、污水泵、消防泵及成套供水设备等
4	格兰富 Grundfos	31.6	丹麦	离心泵、计量泵等
5	上海东方泵业 (集团) 有限公司	30.78	中国	管道离心泵、污水泵、双吸泵、轴流泵、消防泵及成套供水设备等
6	南方中金环境股份有限公司	30.44	中国	离心泵、计量泵、排污泵、中开泵、润滑油泵、成套供水设备、排水设备及消防泵组等
7	利欧泵业集团	25.3	中国	立式多级泵、立式管道泵、离心泵、轴流泵、中开泵及化工泵等
8	新界泵业	25	中国	离心泵
9	塞莱默 Xylem	23	美国	离心泵、污水泵、定制泵及水质分析仪
10	威乐 Wilo	15	德国	离心泵、污水泵等
预计 11-15 之间	大元泵业	14.13	中国	潜水泵、陆上泵、屏蔽泵等

资料来源：华经情报网，信达证券研发中心

由于民用泵市场分散，许多厂商选择利用低价策略参与市场竞争，造成了行业的无序竞争。但近年来部分经营规模较小、风险应变能力不足的企业正在加速被市场出清，公司预计未来民用水泵行业洗牌、渠道重塑的趋势将不断加强，包括大元在内的专注主业的龙头企业市占率提升空间较大。

因此，公司已募资 5.23 亿元建设“年产 400 万台民用水泵技改项目”，扩大、储备先进产能以面对未来市场变化与机遇。参考 2021 年公司民用泵销量约 165 万台，待 400 万台民用泵技改项目落地后，长期来看公司该板块产值将拥有至少翻倍上涨空间。短期内，我们认为随着经济基本面修复，民用泵业务有望恢复至 22 年以前的稳健增长。

3.2 工业泵领域稳扎稳打，牢抓市场扩容与国产替代机遇

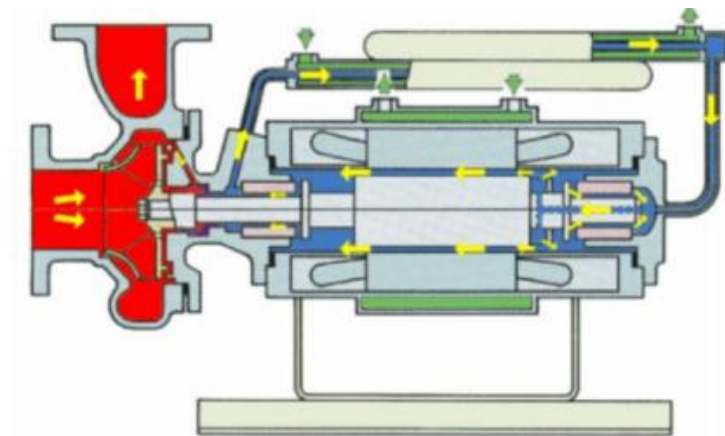
屏蔽泵因其自身具有耐酸碱腐蚀、安全无泄漏、低噪音、免维护等技术特征，使其面对“易燃、易爆、高温、超低温、强腐蚀、高压、放射性、剧毒和贵重”的液体环境时具有较强的技术和市场推广价值，典型市场与应用领域主要包括高端石化、空调制冷、清洁能源（核电工业、风电、光伏发电、氢能源）、新能源汽车、航天工业与军工、电子与半导体工业、医疗器械、环保与水处理、轨道交通等工业级市场。

大元泵业工业用屏蔽泵主要包括化工泵及空调制冷屏蔽泵两类，主要形态包括应用于大型石油炼化领域的柴油加氢泵、应用于大型化工领域的化工流程屏蔽泵、应用于半导体工业领域的温控循环屏蔽泵等。2017 年公司化工泵进入中石油、中石化等大型央企的采购名单。

图 46：公司工业用屏蔽泵主要产品形态


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

工业用屏蔽泵下游市场空间广阔。化工屏蔽泵通常被用于输送各类腐蚀性、有毒有害介质。随着我国化工行业的技术改造和设备更新，未来我国化工行业用泵将向着大型化、高速化、机电一体化方面发展，产品也将成套化、标准化、系列化和通用化，特别是高温泵、低温泵和超低温泵、精密计量泵、耐腐蚀泵、输送黏稠介质和带固体颗粒介质泵、屏蔽泵的生产技术将快速发展，化工屏蔽泵的需求量也必将随之水涨船高，渗透率有望加速提升。根据新思界网，2020 年我国化工泵市场总规模约为 238 亿元；全球规模方面，根据大元泵业年报，2021 年全球化工泵市场规模约为 160-200 亿美元。

图 47：屏蔽泵内部结构


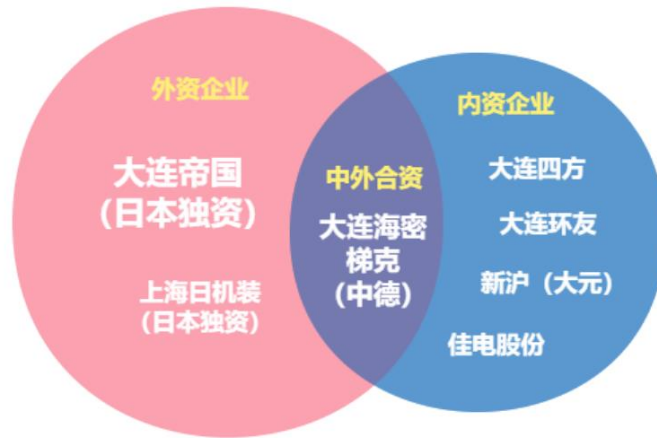
资料来源：产业信息网，信达证券研发中心

目前，国内工业屏蔽泵主要生产企业包括大连帝国、海密梯克、大连环友、大连四方、上海日机装、佳电股份、大元泵业等，共有十几家企业具备相关生产能力，大部分市场份额依旧被外资企业所占据。参考大连帝国、大连海密梯克年销售分别约为 5 亿、3 亿元，21 年公司化工泵年收入约为 1 亿元，公司在国内化工屏蔽泵领域市占率应不到 10%。

虽然国内企业与全球领先企业仍存在一定差距，但近年来随着内资行业参与者持续投入创

新研发、加大生产装备改造和工艺改进，国产工业屏蔽泵设计能力不断提升、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、规格品种不断丰富，未来国产替代空间广阔。

图 48：国内工业屏蔽泵主要竞争格局



资料来源：产业调研网，各公司官网，信达证券研发中心

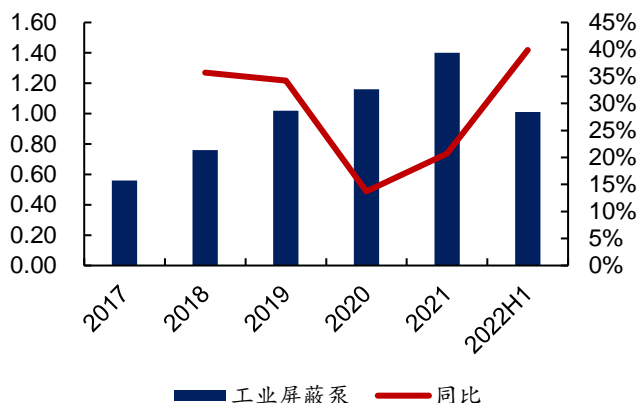
表 13：工业屏蔽泵主要生产企业简介

公司名称	简介
大连帝国	大连帝国是日本株式会社帝国电机制作所在中国投资的独资企业。大连帝国位于大连三涧堡工业科技园区，占地面积4万平方米，在中国拥有16个营业所和台湾、无锡、齐河三个维修服务中心， 年订货额超过5亿元 。大连帝国完全采用帝国电机集团先进的技术、设备、工艺、检测手段和管理方式，现已发展成为中国屏蔽电泵行业的领航者。
海密梯克	大连海密梯克成立于1997年12月25日，由德国海密梯克泵业有限公司（HERMETIC-Pumpen GmbH）与大耐泵业有限公司合资创建。中国合资公司自成立以来不断引进消化德国技术与德国总部保持着技术同步。截止目前，中国合资公司持有48项实用新型专利。公司的 年销售收入超过3亿元，每年以近30%的速度稳步增长 。
大连环友	大连环友屏蔽泵有限公司（原大连屏蔽电泵厂）自1974年开始专业生产屏蔽泵，至今已有40多年的历史，是国内最早专业生产屏蔽泵的厂家。公司拥有一整套先进的屏蔽电泵设计、生产、检验体系。
大连四方	大连四方电泵是一家以研发制造隔爆型屏蔽电泵、化工离心泵、石油化工离心泵、多级离心泵和磁力离心泵等产品为主的专业泵生产厂家。公司成立于1999年，具有泵与屏蔽电机等的综合设计能力，是大连市高新技术企业。
上海日机装	上海日机装屏蔽泵有限公司成立于1994年2月，成立之初为中日合资企业。2006年10月日本日机装集团全面收购了中方股份，公司由合资企业转变为独资企业，继续专业生产和销售屏蔽泵。日机装株式会社是屏蔽泵的倡导者，也是世界上目前较大的屏蔽泵制造厂家之一。
佳电股份	佳电股份是中央管理的国有重要骨干企业之一——哈尔滨电气集团有限公司的控股上市公司，是我国防爆电机、起重及冶金用电机、屏蔽电机（电泵）及局部扇风机的创始厂和主导企业。 2017年公司屏蔽泵收入为2149万元 。

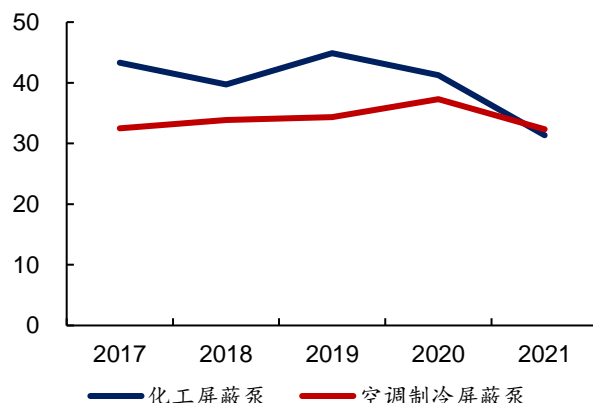
资料来源：各公司官网，产业信息网，信达证券研发中心

目前公司工业屏蔽泵板块营收体量较民用及家用泵而言相对较小，2022年上半年实现收入1.01亿元，同比+39.9%；22年前三季度收入同比+23%，较2021年增长明显提速。

毛利率方面，2017-2020年化工屏蔽泵与空调制冷屏蔽泵毛利率均保持在40%上下。21年两类产品毛利率均下降至30%出头，我们认为主要受到原材料涨价影响。

图 49：工业用屏蔽泵板块营收及增速（亿元，%）


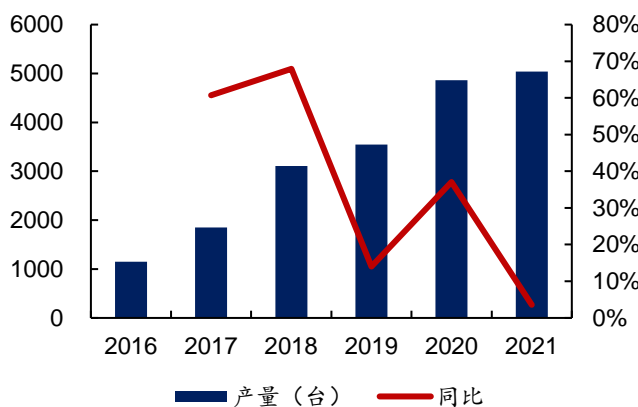
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 50：工业用屏蔽泵毛利率（%）


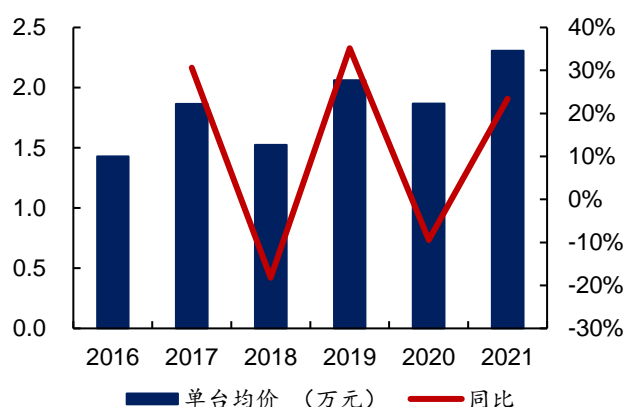
资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司的工业屏蔽泵产品主要为定制化产品，其下游主要为大型石化项目，对产品的可靠性及安全性要求极高，因此产能释放速度相对较缓。21 年公司化工泵年产量为 5037 台，同比+3.58%。公司目前正在积极推进在合肥拿地的进度，若后续新厂房建造完毕有望促进工业屏蔽泵产能扩充。同时，公司正致力于促进相关零配件的标准化水平，若标准化程度提升，公司该板块的产能也有望得到提升。

由于产品以定制化模式生产销售，公司工业屏蔽泵产品均价存在波动，以化工泵为例，2021 年化工泵均价为 2.31 万元/台。未来，随着公司工业屏蔽泵产品的产能进一步扩张，以及相关产品生产的标准化水平进一步提高，我们预计该业务板块会产生规模化效应，从而提高生产效率，降低生产成本，进一步提升盈利能力。

图 51：化工泵年产量及同比增速（台，%）


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 52：化工泵单台均价及同比增速（%）


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

未来在工业用屏蔽泵领域，公司将继续坚持中高端路线的市场定位和高举高打的竞争策略，推动以执行行业高阶要求的 API685 标准进行产品的设计、研发、生产，推动应用于半导体制造领域的旋涡泵、应用于激光领域的微型高速永磁屏蔽泵、应用于 ICT 领域的数据中心和机房用泵等配套用泵的项目开发或系列化工作，实现屏蔽泵技术应用价值和合肥新沪品牌势能在下游重点市场、重点应用领域的融合与提升。我们预计公司工业泵板块将继续保持年 20%~30% 的增速，规模随产能释放及下游化工屏蔽泵渗透率提升、国产化替代趋势稳步增长，有望在未来成为公司营收及业绩贡献的重要支撑。

3.3 液冷车泵领先布局，氢能产业蓄势待发

液冷作为目前燃料电池及动力电池冷却的主流技术，其冷却速度更快、换热系数更高，能够更快更高效地进行冷却，可以最低限度影响电池的正常使用，提高电池的使用寿命，而液冷泵能够通过控制冷却液流速进而控制散热强度，为液冷水热管理系统中重要组成部分。屏蔽泵由于自身优良的稳定性及安全性特点，相较于市场上其他液冷车泵更具备增长优势。

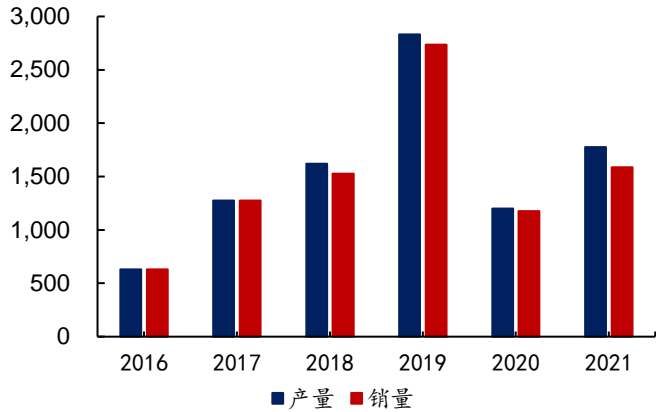
目前氢燃料电池汽车市场仍处于起步阶段，相关技术和市场尚未成熟，然未来长期发展空间广阔。氢燃料电池燃料能量密度最大，高于锂离子电动车及燃油车，能效比上占据优势。考虑全生命周期后，能源效率约为 29%，高于锂离子电动车的 28%及燃油车的 14%。在续航方面，氢燃料电池汽车传统燃油车相似，续航里程约在 600 公里左右，优于锂离子电动车；此外氢燃料电池汽车还具有无噪音，充能时间短，耐低温，事故严重性小等优点。

表 14: 氢燃料电池汽车优势对比

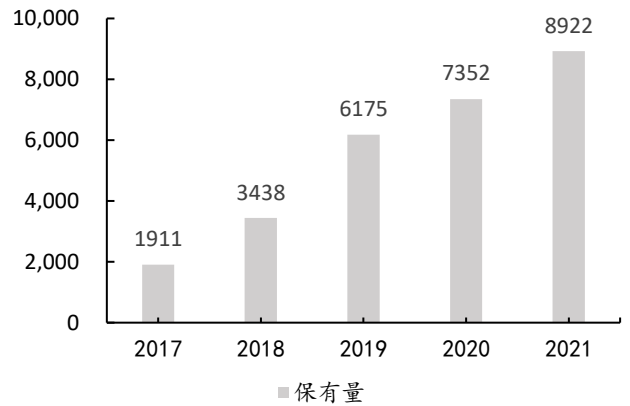
类型	项目	氢燃料电池汽车	锂离子电动车	燃油机
动力	动力系统	燃料电池发动机	锂电池	内燃机
	全生命周期 CO2 排放	125g/km	159g/km	180g/km
环保	环境污染	工业副产氢、天然气重整制氢可减少碳排放;可再生能源制氢可实现零排放	污染部分转移到上海	排放 CO2、CO、SO2 等温室气体及污染物
	噪音	低	低	高
	能源可再生	是	否	否
能效	生命周期综合效率	29%	28%	14%
	燃料能量密度	氢气: 40kWh/kg	NCA 三元电池: 0.25kWh/kg	汽油: 12kWh/kg
续航	续航里程	600km	450km	600km
	充能	3min	快充 30min, 慢充 8h	3min
	低温	在-30°C低温自启动、-40°C低温储存	常规锂电池在-20°C以下低温环境无法充电,且里程损失可能达到约 30%	在-18°C以下需要配置高性能汽油机润滑油、进气道低温预热装置和高能辅助点火等装置并执行相应冷启动作业等
安全	事故严重性	氢气逃逸性强, 点燃危害较小	有自燃可能性	技术成熟, 自燃可能性较低
	购置	5.8 万美元 (2019 丰田 Mirai)	3.5 万美元 (2019 特斯拉 Model 3)	4.1 万美元 (2019 宝马 3 系)
成本	运营燃料成本	氢源富集地区具备较强经济性	具备较强经济性	受石油价格波动影响
	能量站建设成本	加氢站: 75-330 万美元	特斯拉超级充电桩: 9000 美元	加油站成本: 20 万美元
	资源约束	铂作为催化剂的使用必要性, 及资源短缺性	三元电池钴资源短缺, 仅少数国家可开发经济可用的锂资源	/
技术	技术难度	较高	适中	较低
应用	行业周期	幼稚期	成长期	成熟期/衰退期
	应用领域	中长距离, 重载运输	中短距离运输	普适

资料来源: 亿华通招股说明书, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

2016-2020 年, 中国氢燃料电池汽车保有量逐年上升, 但受到疫情影响, 2020 年销量有所下滑。中国汽车工业协会数据显示, 2021 年, 燃料电池汽车产销分别完成 1777 辆和 1586 辆, 同比分别增长 48.2%和 34.7%。我国氢燃料电池汽车正在逐渐被市场认可接纳, 产业进入商业化初期。

图 53：2016-2021 氢燃料电池汽车产销统计（辆）


资料来源：中国汽车工业协会，中商产业研究院，信达证券研发中心

图 54：我国氢燃料电池汽车保有量统计（辆）


资料来源：中国汽车工业协会，中商产业研究院，信达证券研发中心

氢燃料电池汽车发展受国家政策重点支持。《氢能产业发展中长期规划(2021-2035 年)》等产业政策为氢燃料电池汽车行业的发展提供了明确、广阔的市场前景：到 2025 年，我国基本掌握核心技术和制造工艺，氢燃料汽车保有量达到 5 万量，部署建设一批加氢站，可再生能源制氢量达到 10-20 万吨/年。到 2030 年，形成较完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系，有力支持碳达峰目标实现。我们认为，随着国家“碳中和”、“碳达峰”任务的推进，氢能这一绿色能源有望愈加受到国家的重视和大力推动。

此外，中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图(2.0 版)》为我国氢能发展道路提出了明确的要求与指引。**总体目标到 2030-2050 年保有量达到 100 万辆左右，并且就风光能电解水制氢，加氢站等基础设施建设等进行了详细的规划。**

表 15：中国氢燃料电池汽车中长期目标

年份	2025 年	2030-2050 年
总体目标	"基于现有储运加注技术，各城市因地制宜，经济辐射半径 150 公里左右；运行车辆 10 万辆左右"	突破新一代储运技术，突破加氢站数量瓶颈，城市间联网跨城运行，保有量 100 万辆左右 燃料电池系统产能超过 10 万套/企业
氢燃料电池汽车	功能要求	冷启动温度达到 -40°C ，提高燃料电池功率 整车成本达到混合动力的水平
	商用车	续航里程 $\geq 500\text{km}$ ；客车经济性 $\leq 5.5\text{kg}/100\text{km}$ ；寿命 ≥ 40 万 km；成本 ≤ 100 万元
	乘用车	续航里程 $\geq 650\text{km}$ ；经济性 $\leq 1.0\text{kg}/100\text{km}$ ；寿命 ≥ 25 万 km；成本 ≤ 30 万元
氢能基础设施	氢气供应	鼓励可再生能源分布式制氢，氢气需求量 20-40 万吨/年
	氢气运输	高压气态氢、液氢、管道式氢
	加氢站	加氢站 ≥ 100 座；加注压力：35/70MPa；氢燃料成本 ≤ 40 元/kg
		可再生能源制氢为主，氢气需求量 200-400 万吨/年
		多种形式并存
		加氢站 > 5000 座；加注压力：35/70MPa；氢燃料成本 ≤ 25 元/kg

资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图(2.0 版)》，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

新沪深耕液冷泵领域研发，筑造产业龙头优势。2022 年 1 月，公司成立新沪新能源子公司，专注液冷泵的研发与销售。目前新沪官网液冷车泵产品包括 1) 电动汽车液冷泵（锂电池）系列，以及 2) 氢燃料电池液冷泵系列各六款产品。**根据立鼎产业研究院，我国氢燃料电池液冷泵目前市场价格较高，保持在 5000-7000 元/台左右。**

2022 年上半年受益于在手订单数量及质量的提升，公司该板块主要产品实现销售收入

0.09 亿元，整体销售接近 2021 年全年规模，市场开发取得进展；2022 年前三季度公司液冷车泵板块营收已达到约 0.2 亿元，同比快速成长。

图 55：新沪电动汽车液冷泵



资料来源：新沪官网，信达证券研发中心

图 56：新沪氢燃料电池液冷泵



资料来源：新沪官网，信达证券研发中心

市占率方面，公司在氢燃料电池车液冷泵领域处于国内领先地位。根据高工氢电网，截至 2020 年底合肥新沪氢燃料电池液冷泵累计出货近 1800 台。结合公司产品大约在 2019 年下半年开始批量出货，参考下游 2019-2020 年氢燃料电池车产销量，我们判断公司在该领域国内市占率在 50% 以上。全球范围内，公司同样位列第一梯队，其他竞争对手还包括 Grayson Thermal System、Concentric AB、深蓝泵业等。

下游主要客户方面，1) 在氢燃料电池液冷泵领域，新沪作为我国该领域主流产品与技术提供商，目前已达成与上海捷氢、北京亿华通、潍柴动力、博世动力等下游优质客户的合作，在市场占据领先地位，有望率先受益于未来市场的扩容。2) 锂电池液冷泵领域，公司相关产品已获得奇瑞、零跑等客户的认可，客户开发工作取得积极进展。公司锂电池泵销售部分受制于产能，因为生产线改造难度较大，以及上游芯片价格较高。后续如随着产能扩充、批量交付能力的提升，该板块业务有望逐步起量。

总结而言，公司在液冷车泵市场积极开拓，布局氢燃料电池及锂电池车泵领域，尤其在氢燃料电池泵领域已占据国内领先地位，长期来看有望跟随下游产业放量而持续受益。

四、盈利预测、估值与投资评级

我们根据公司业务发展结构、扩产情况等对公司收入按业务板块进行拆分：

1) 家用屏蔽泵板块预计 22-24 年营收分别为 7.05/8.69/10.79 亿元，分别同比 +26.8%/+23.2%/+24.2%。

2) 民用泵板块预计 22-24 年营收为 6.48/6.98/7.58 亿元，同比-8.8%/+7.7%/+8.6%；

3) 工业屏蔽泵板块预计 22-24 年营收为 1.80/2.41/3.23 亿元，同比 +28.8%/+33.9%/+33.9%；

4) 液冷车泵板块预计 22 年营收为 0.30 亿元，23-24 年营收为 0.60/1.08 亿元，同比 +100%/+80%。

综上，我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 16.56/19.80/24.02 亿元，分别同比 +11.6%/+19.5%/+21.3%；22-24 年归母净利润分别为 2.37/2.93/3.78 亿元，分别同比 +61.1%/+23.4%/+29.3%；22-24 年对应 PE 分别为 15.38/12.47/9.64 倍。

表 16：分板块营收及利润率预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入总额(百万元)	1484	1656	1980	2402
YoY	5.0%	11.6%	19.5%	21.3%
毛利率 (%)	25.31	27.08	28.17	29.3
净利率 (%)	9.92	14.32	14.78	15.75
家用屏蔽泵板块 (百万元)	556	705	869	1079
YoY	0.9%	26.8%	23.2%	24.2%
毛利率 (%)	26.78	27.5	28	28.5
民用泵板块 (百万元)	711	648	698	758
YoY	3.4%	-8.8%	7.7%	8.6%
毛利率 (%)	22.62	23.17	23.09	23.06
工业屏蔽泵板块 (百万元)	140	180	241	323
YoY	20.8%	28.80%	33.90%	33.90%
毛利率 (%)	31.58	34.76	37.29	39.05
液冷车泵板块 (百万元)		30	60	108
YoY		约 200%	100.00%	80.00%
毛利率 (%)		50	50	50
配件及其他业务 (百万元)	77	93	112	134
YoY	32.4%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

可比公司估值：

参考水泵行业、家电零部件行业以及热泵行业相关上市公司 22-23 年万得一致性预期下 PE 值，大元泵业市盈率与之相比整体处于较低水平，我们认为未来存在一定的估值提升潜力。因此首次覆盖，给予“买入”评级。

表 17：可比公司估值

证券简称	股价（元/股）	EPS			市盈率 PE		
		21A	22E	23E	21A	22E	23E
水泵行业							
君禾股份	9.42	0.36	0.33	0.50	34.45	28.43	18.90
家电零部件行业							
海立股份	5.56	0.30	0.18	0.24	27.32	30.15	23.19
三花智控	23.04	0.47	0.64	0.83	53.95	36.01	27.89
平均		0.39	0.41	0.54	40.64	33.08	25.54
热泵相关行业							
日出东方	6.31	0.26	0.23	0.34	19.63	27.7	18.47
冰轮环境	11.96	0.40	0.59	0.76	38.15	20.34	15.79
平均		0.33	0.41	0.55	28.89	24.02	17.13
大元泵业	21.87	0.89	1.42	1.75	23.93	15.38	12.47

资料来源：Wind，信达证券研发中心注：股价为 2023 年 1 月 12 日收盘价，大元泵业盈利预测来自信达证券研发中心，其他公司盈利预测为万得一致性预期

五、风险因素

- 1) **海外热泵需求不及预期**：当前热泵需求增长主要来自于欧洲，若欧洲热泵需求不及预期，则影响家用屏蔽泵所在上游产业链景气度；
- 2) **原材料价格大幅上涨**：如若原材料价格大幅上涨，公司盈利能力及现金流等或受到影响；
- 3) **节能泵渗透率不及预期**：或影响公司收入、盈利表现；
- 4) **市场竞争加剧风险**：或影响公司产品均价、公司市场份额、费用投放策略等方面，进而影响公司收入及盈利表现；
- 5) **国际贸易环境风险**：公司外销收入占比约 1/4，且出口国家较为分散，国际贸易环境波动或影响公司外销业务；
- 6) **汇率波动**：或影响公司当期财务费用，进而影响利润表现。

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,253	1,140	1,766	1,932	2,234
货币资金	616	481	1,016	1,058	1,188
应收票据	0	9	8	11	13
应收账款	225	266	299	360	439
预付账款	12	13	12	15	18
存货	232	273	337	381	462
其他	167	99	93	106	116
非流动资产	343	517	661	763	873
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	299	306	340	391	453
无形资产	22	155	163	167	170
其他	22	55	157	205	250
资产总计	1,596	1,657	2,427	2,694	3,107
流动负债	312	364	509	556	680
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	26	36	69	70	88
应付账款	160	182	248	273	333
其他	127	146	191	213	258
非流动负债	22	19	469	469	469
长期借款	0	0	0	0	0
其他	22	19	469	469	469
负债合计	334	384	978	1,025	1,149
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,262	1,273	1,449	1,669	1,957
负债和股东权益	1,596	1,657	2,427	2,694	3,107

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,413	1,484	1,656	1,980	2,402
同比(%)	24.5%	5.0%	11.6%	19.5%	21.3%
归属母公司净利润	213	147	237	293	378
同比(%)	25.0%	-31.0%	61.1%	23.4%	29.3%
毛利率(%)	30.1%	25.3%	27.1%	28.2%	29.3%
ROE%	16.9%	11.6%	16.4%	17.5%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	1.30	0.89	1.42	1.75	2.27
P/E	16.82	24.57	15.38	12.47	9.64
P/B	2.91	2.89	2.52	2.19	1.86
EV/EBITDA	11.25	16.07	10.57	8.23	6.15

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,413	1,484	1,656	1,980	2,402
营业成本	988	1,109	1,208	1,422	1,698
营业税金及附加	7	6	7	8	10
销售费用	65	68	58	71	86
管理费用	62	84	83	97	118
研发费用	57	62	56	67	82
财务费用	-1	-2	-10	4	3
减值损失合计	-1	0	0	0	0
投资净收益	8	6	7	9	10
其他	3	2	7	13	14
营业利润	245	164	269	332	430
营业外收支	-1	0	0	0	0
利润总额	244	165	269	332	430
所得税	31	18	32	40	52
净利润	213	147	237	293	378
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	213	147	237	293	378
EBITDA	271	199	292	369	473
EPS(当年)(元)	1.30	0.89	1.42	1.75	2.27

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	156	163	341	282	405
净利润	213	147	237	293	378
折旧摊销	35	39	47	55	65
财务费用	7	4	10	20	20
投资损失	-8	-6	-7	-9	-10
营运资金变动	-97	-30	49	-77	-48
其它	4	8	5	0	0
投资活动现金流	114	-133	-183	-148	-165
资本支出	-42	-199	-190	-156	-174
长期投资	156	66	-1	-1	-1
其他	0	0	7	9	10
筹资活动现金流	-55	-160	378	-92	-110
吸收投资	29	9	-10	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-82	-168	-70	-92	-110
现金流净增加额	208	-134	535	41	130

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。