

2023 年 04 月 11 日  
 凌霄泵业 (002884.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

其他通用机械

## 海内外需求不振业绩短期承压，高分红彰显投资价值

### 事件：

公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营收 14.83 亿元，同比下降 28.09%；实现归母净利润 4.22 亿元，同比下降 12.7%；实现扣非归母净利润 4.08 亿元，同比下降 13.39%，公司 2022 年业绩下滑主要受海内外需求不振影响。

### 海内外需求不振致业绩短期承压，原材料价格回落带动毛利率提升：

据公司年报，2022 年公司业绩下滑主要受两方面因素影响：1) 出口业务受欧美通货膨胀、俄乌冲突、欧洲能源危机等因素影响，市场需求下降，且海外客户提前增加库存，2022 年处于库存消耗过程当中，导致海外订单下滑；2) 国内受疫情反复影响，公司销售活动受阻。双重影响下公司水泵销量仅为 275.43 万台，同比下滑 38.1%，公司核心产品塑料卫浴泵、不锈钢泵、通用泵营收分别同比下滑 36.8%、9.4%和 25.3%。但在原材料价格回落背景下公司直接材料成本同比减少 31.62%，带动公司产品毛利率提升。其中，塑料卫浴泵、不锈钢泵、通用泵毛利率分别提升 5.34、2.45、1.3 个百分点。原材料价格的下降在一定程度上对冲需求不振带来的影响。

### 财务表现优异，高分红优势凸显：

尽管 2022 年业绩受到多方因素影响，公司各项财务指标依然表现优异。截至 2022 年底，公司资产负债率仅 5.84%，无带息负债，净资产 22.1 亿元，其中货币资金和交易性金融资产达到 15.59 亿元。同时，由于 2022 年购买原材料支出减少，公司经营活动现金流大幅提升，根据公司年报，2022 年公司实现经营活动现金流 6.29 亿元，同比增长 129.64%。上市以来，业绩稳健背景下公司维持高分红，2019-2021 年，公司现金分红 2.52、3.30、3.58 亿元，分红比例高达 92.68%、92.10%、74.01%；根据公司年报，2022 年公司计划现金分红 3.58 亿元（与 2021 年持平），分红比例达到 84.8%，股息率达到 6.02%，持续高分红彰显公司投资价值。

### 2023 年公司业绩有望小幅复苏，龙头地位稳固长期空间广阔：

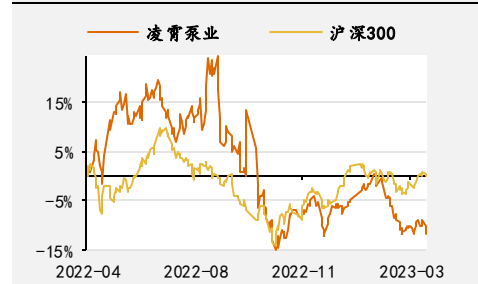
2023 年国内疫情影响消除，经济复苏预期下水泵下游市场需求有望回暖，海外市场经 2022 年库存消耗过后订单量同样有望回升，我们预计 2023 年公司业绩有望实现小幅复苏。从长期看，公司在国内塑

投资评级	<b>买入-A</b> 维持评级
6 个月目标价	18.00 元
股价 (2023-04-11)	15.57 元

### 交易数据

总市值(百万元)	5,569.12
流通市值(百万元)	4,246.06
总股本(百万股)	357.68
流通股本(百万股)	272.71
12 个月价格区间	15.02/22.01 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.8	-7.0	-16.1
绝对收益	-3.4	-4.7	-16.1

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

料卫浴泵领域龙头地位稳固，同时不锈钢泵系列产品也已在国内同行业第一梯队位置，在经历过去两年原材料价格上涨后，部分以低价竞争的对手退出市场，公司作为行业龙头市占率有望实现进一步提升，未来随着全球泵业基地不断向中国等亚洲市场转移叠加国内外需求复苏，长期看公司业绩仍有望实现稳健增长。据公司年报披露，公司规划未来五年民用离心泵年产能将达到 800 万台，较 2022 年产量 275.43 万台具备极大提升空间，产能提升进一步保障公司长期成长潜力。

### 投资建议：

我们预计公司 2023 年-2025 年的收入分别为 15.86 亿元、18.08 亿元、21.10 亿元，增速分别为 6.9%、14.0%、16.7%，净利润分别为 4.37 亿元、4.90 亿元、5.73 亿元，增速分别为 3.5%、12.3%、16.9%，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 18.0 元。

风险提示：下游需求不及预期、市场竞争加剧、原材料价格上涨。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,062.9	1,483.5	1,585.7	1,808.0	2,109.6
净利润	483.3	421.9	436.6	490.2	573.1
每股收益(元)	1.35	1.18	1.22	1.37	1.60
每股净资产(元)	5.99	6.18	6.42	6.69	7.01

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	11.8	13.5	13.0	11.6	9.9
市净率(倍)	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3
净利润率	23.4%	28.4%	27.5%	27.1%	27.2%
净资产收益率	22.6%	19.1%	19.0%	20.5%	22.8%
股息收益率	6.3%	0.0%	6.1%	6.9%	8.1%
ROIC	98.4%	49.3%	67.6%	51.7%	73.8%

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2,062.9	1,483.5	1,585.7	1,808.0	2,109.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,412.5	952.3	1,007.4	1,144.7	1,333.9	营业收入增长率	43.7%	-28.1%	6.9%	14.0%	16.7%
营业税费	10.9	12.6	10.3	12.2	15.3	营业利润增长率	34.0%	-12.2%	3.4%	12.3%	16.9%
销售费用	21.4	16.1	15.9	18.1	21.1	净利润增长率	34.8%	-12.7%	3.5%	12.3%	16.9%
管理费用	28.9	27.3	27.6	29.7	32.5	EBITDA 增长率	28.6%	-17.4%	6.1%	15.0%	17.3%
研发费用	64.2	50.2	52.0	57.5	65.0	EBIT 增长率	28.6%	-18.8%	8.8%	15.2%	17.6%
财务费用	-25.6	-41.3	-27.8	-17.1	-16.0	NOPLAT 增长率	26.9%	-16.1%	6.7%	15.2%	17.6%
资产减值损失	-4.3	-0.4	-2.4	-1.4	-1.9	投资资本增长率	67.6%	-22.3%	50.7%	-17.5%	47.4%
加:公允价值变动收益	9.2	11.9	-	-	-	净资产增长率	8.4%	3.2%	3.9%	4.3%	4.8%
投资和汇兑收益	1.9	1.2	2.0	2.4	2.9						
<b>营业利润</b>	555.8	488.2	504.6	566.6	662.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.4	-1.2	-0.6	-0.7	-0.8	毛利率	31.5%	35.8%	36.5%	36.7%	36.8%
<b>利润总额</b>	555.3	487.1	504.0	565.9	661.6	营业利润率	26.9%	32.9%	31.8%	31.3%	31.4%
减:所得税	72.0	65.1	67.4	75.7	88.5	净利润率	23.4%	28.4%	27.5%	27.1%	27.2%
<b>净利润</b>	483.3	421.9	436.6	490.2	573.1	EBITDA/营业收入	27.3%	31.3%	31.1%	31.4%	31.6%
						EBIT/营业收入	26.2%	29.6%	30.1%	30.4%	30.6%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	37	64	70	62	54
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	69	102	108	109	110
货币资金	747.6	1,148.9	925.1	1,184.4	938.9	流动资产周转天数	347	489	465	428	387
交易性金融资产	574.2	409.8	409.8	409.8	409.8	应收帐款周转天数	28	39	39	39	39
应收帐款	209.7	109.4	231.7	157.3	296.6	存货周转天数	62	86	85	85	85
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	396	572	547	500	449
预付帐款	54.1	28.1	58.8	40.0	75.2	投资资本周转天数	109	169	174	167	160
存货	428.4	278.8	469.3	380.9	609.9						
其他流动资产	25.0	14.8	14.8	14.8	14.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	22.6%	19.1%	19.0%	20.5%	22.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	20.4%	18.0%	17.7%	19.2%	21.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	98.4%	49.3%	67.6%	51.7%	73.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	219.2	306.8	310.8	313.6	314.9	销售费用率	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
在建工程	66.8	1.7	1.7	1.7	1.7	管理费用率	1.4%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%
无形资产	8.1	8.1	7.5	6.9	6.4	研发费用率	3.1%	3.4%	3.3%	3.2%	3.1%
其他非流动资产	34.4	40.8	40.8	40.8	40.8	财务费用率	-1.2%	-2.8%	-1.8%	-0.9%	-0.8%
<b>资产总额</b>	2,367.5	2,347.3	2,470.4	2,550.1	2,709.0	四费/营业收入	4.3%	3.5%	4.3%	4.9%	4.9%
短期债务	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	80.0	50.4	87.5	69.2	113.4	资产负债率	9.5%	5.8%	7.1%	6.1%	7.4%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	10.5%	6.2%	7.6%	6.5%	8.0%
其他流动负债	119.9	59.7	59.7	59.7	59.7	流动比率	10.20	18.07	14.33	16.97	13.54
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	8.06	15.54	11.14	14.01	10.02
其他非流动负债	25.5	26.9	26.9	26.9	26.9	利息保障倍数	-21.10	-10.62	-17.16	-32.15	-40.42
<b>负债总额</b>	225.4	137.0	174.2	155.8	200.1	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	1.00	-	0.98	1.10	1.28
股本	357.0	357.7	357.7	357.7	357.7	分红比率	74.0%	0.0%	80.0%	80.0%	80.0%
留存收益	1,784.0	1,851.2	1,938.6	2,036.6	2,151.2	股息收益率	6.3%	0.0%	6.1%	6.9%	8.1%
<b>股东权益</b>	2,142.1	2,210.3	2,296.3	2,394.3	2,508.9						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	483.3	421.9	436.6	490.2	573.1
						加:折旧和摊销	22.8	26.5	16.5	17.8	19.2
						资产减值准备	9.0	-4.8	-	-	-
						公允价值变动损失	-9.2	-11.9	-	-	-
						财务费用	4.5	-14.5	-27.8	-17.1	-16.0
						投资收益	-1.9	-1.2	-2.0	-2.4	-2.9
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	-225.1	151.5	-306.3	163.4	-359.3
						<b>经营活动产生现金流量</b>	274.1	629.4	117.0	652.0	214.2
						<b>投资活动产生现金流量</b>	-173.9	595.3	-18.0	-17.6	-17.1
						<b>融资活动产生现金流量</b>	-319.8	-353.7	-322.9	-375.1	-442.5

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