

352023 年 04 月 24 日
大元泵业 (603757.SH)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

基础件

一季度业绩再超预期，欧洲节能需求高景气度保障业绩高速增长

事件：

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，根据公司公告，2022 年，公司实现营业收入 16.78 亿元，同比增长 13.05%，实现扣非归母净利润 2.54 亿元，同比增长 89.04%；2023 年一季度，公司实现营业收入 3.62 亿元，同比增长 40.08%，实现扣非归母净利润 5829.7 万元，同比增长 140.3%，一季度业绩再超我们预期。

屏蔽泵高景气度、原材料价格下行、费用管控良好导致利润增速高于收入增速：

公司核心产品包括民用泵、家用屏蔽泵、工业屏蔽泵、液冷泵四类，受益于下游高景气度，家用屏蔽泵、工业屏蔽泵、液冷泵销量及收入均实现高速增长。据公司年报披露，2022 年，家用屏蔽泵实现销量 406 万台，同比增长 12.35%。在节能降碳的大背景下，传统壁挂炉节能化改造力度加大、以热泵为代表的新型供暖设备崛起，导致节能泵销售收入同比增长超过 150%，热泵配泵销售收入超过 1 亿元，产品结构改善使得家用屏蔽泵板块实现销售收入 6.7 亿元，同比增长 32%。此外，工业屏蔽泵板块实现销售收入 2.1 亿元，同比增长 31%，液冷泵板块实现销售收入约 0.4 亿元，同比增长超过 2 倍。2023 年一季度，行业景气度继续维持，单季度实现营收 3.62 亿元，同比增长 40.08%，目前公司在手订单充足，合同负债达到 1.01 亿元。同时，受益于原材料价格下降及各项费用管控良好，公司毛利率及净利率均出现大幅提升，2022 年及 2023 年一季度公司毛利率分别达到 29.36% 和 33.01%，分别同比提升 4.05 和 7.83 个百分点；净利率分别达到 15.54% 和 16.5%，分别同比提升 5.62 和 6.25 个百分点。因此，公司整体呈现出收入较快增长、净利润高速增长的趋势。

欧洲节能泵需求高景气度有望持续，公司产品结构不断优化：

公司家用屏蔽泵核心产品热水循环屏蔽泵为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更低的产品，主要应用于海外市场，2022 年公司家用屏蔽泵产品结构实现优化，国内市场受“煤改气”政策影响普通泵需求有所下滑，但海外市场中价格更高的节能泵需求大幅提升，一方面受欧洲热泵需求拉动，根据欧洲热泵协会发布的行业分析报告，2022 年欧洲 21 个国家热泵销量达到 300 万台，同比增长 37%；另一方面，欧洲存量壁挂炉市场（存量约 1.4 亿台）存在从普通泵替换为能耗更低、价格更高的节能泵的需求。展望 2023 年，即使欧洲天然气价回落、用气需求高峰已过，但未来欧洲为了进

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	41.40 元
股价 (2023-04-21)	29.67 元

交易数据

总市值(百万元)	4,948.28
流通市值(百万元)	4,911.69
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	13.5	31.0	117.2
绝对收益	14.8	27.4	118.2

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

家用屏蔽泵产品结构不断优化，2022 年业绩超预期	2023-01-30
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

一步摆脱对俄罗斯天然气的依赖，同时随着“碳中和”持续推进，热泵作为天然气供暖的替代品仍将维持高景气度，公司节能泵需求有望维持高增长。

目 工业屏蔽泵与液冷泵齐发力，看好中长期成长潜力：

工业屏蔽泵国产替代空间广阔，目前国内化工泵主要由大连帝国、海密梯克等外资品牌占据，近几年内资企业通过不断加大科研投入和积累，与先进企业之间的差距不断缩小，随着产品成熟度提升，后续国产替代空间广阔。液冷泵作为公司新拓展的业务领域，目前已陆续开发出燃料电池液冷泵、动力电池液冷泵、海上风机液冷泵等产品并形成收入，尤其在燃料电池液冷泵领域，公司已与上海捷氢、北京亿华通等主流燃料电池系统客户建立合作关系，具备先发优势，同时，2022年公司进一步完成在储能及数据机房液冷泵领域的产品储备，目前已开始小批量接受客户订单，液冷泵下游应用领域不断扩张，长期有望成为公司重要增长极。

目 投资建议：

我们预计公司 2023 年-2025 年的收入分别为 20.71 亿元、24.3 亿元、27.35 亿元，增速分别为 23.4%、17.3%、12.6%，净利润分别为 3.46 亿元、4.31 亿元、5 亿元，增速分别为 32.7%、24.6%、15.9%，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，按 2023 年 20 倍 PE 计算，6 个月目标价为 41.4 元。

目 风险提示：下游需求不及预期、行业竞争加剧、原材料价格上涨。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	1,484.3	1,678.0	2,070.7	2,429.6	2,734.6
净利润	147.2	260.8	346.0	431.1	499.7
每股收益(元)	0.88	1.56	2.07	2.59	3.00
每股净资产(元)	7.63	9.24	10.20	12.10	14.44

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	33.6	19.0	14.3	11.5	9.9
市净率(倍)	3.9	3.2	2.9	2.5	2.1
净利润率	9.9%	15.5%	16.7%	17.7%	18.3%
净资产收益率	11.6%	16.9%	20.3%	21.4%	20.7%
股息收益率	1.2%	0.0%	2.8%	2.3%	2.2%
ROIC	27.9%	32.7%	37.2%	30.6%	22.4%

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
营业收入	1,484.3	1,678.0	2,070.7	2,429.6	2,734.6	成长性					
减: 营业成本	1,108.6	1,185.4	1,435.5	1,657.9	1,849.3	营业收入增长率	5.0%	13.0%	23.4%	17.3%	12.6%
营业税费	6.3	8.6	9.7	11.4	13.2	营业利润增长率	-33.0%	78.9%	32.2%	24.4%	16.1%
销售费用	67.8	71.8	82.8	97.2	111.9	净利润增长率	-31.0%	77.1%	32.7%	24.6%	15.9%
管理费用	84.5	79.2	93.2	109.3	123.1	EBITDA 增长率	-28.2%	59.8%	48.4%	31.2%	16.8%
研发费用	61.8	63.1	74.5	85.0	99.0	EBIT 增长率	-34.1%	70.9%	42.1%	24.4%	16.1%
财务费用	-2.1	-26.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	-31.9%	64.3%	45.4%	24.5%	15.9%
资产减值损失	-0.4	-2.3	-	-	-	投资资本增长率	40.0%	27.7%	51.8%	58.1%	5.4%
加: 公允价值变动收益	-1.2	-	10.0	10.0	20.0	净资产增长率	0.9%	21.1%	10.4%	18.7%	19.3%
投资和汇兑收益	5.7	1.5	4.0	5.0	3.5						
营业利润	164.5	294.3	388.9	483.8	561.6	利润率					
加: 营业外净收支	0.3	-1.2	-0.6	-0.5	-0.7	毛利率	25.3%	29.4%	30.7%	31.8%	32.4%
利润总额	164.7	293.1	388.3	483.3	560.9	营业利润率	11.1%	17.5%	18.8%	19.9%	20.5%
减: 所得税	17.5	32.3	42.3	52.2	61.2	净利润率	9.9%	15.5%	16.7%	17.7%	18.3%
净利润	147.2	260.8	346.0	431.1	499.7	EBITDA/营业收入	13.4%	19.0%	22.8%	25.5%	26.5%
						EBIT/营业收入	10.8%	16.3%	18.8%	19.9%	20.5%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	73	67	75	100	109
货币资金	480.8	964.6	387.4	194.4	219.7	流动营业资本周转天数	55	55	43	45	43
交易性金融资产	50.0	-	10.0	20.0	40.0	流动资产周转天数	290	304	247	176	162
应收帐款	269.2	331.6	342.9	482.2	450.6	应收帐款周转天数	60	64	59	61	61
应收票据	9.3	8.1	3.4	14.6	6.7	存货周转天数	61	64	58	58	58
预付帐款	12.8	18.4	15.2	24.9	20.7	总资产周转天数	394	436	416	407	426
存货	272.7	323.7	338.5	446.0	440.3	投资资本周转天数	152	178	204	270	302
其他流动资产	45.3	46.6	48.3	46.7	47.2						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	11.6%	16.9%	20.3%	21.4%	20.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	8.9%	10.8%	14.6%	13.8%	14.9%
投资性房地产	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	ROIC	27.9%	32.7%	37.2%	30.6%	22.4%
固定资产	306.4	319.2	539.0	806.1	846.7	费用率					
在建工程	42.0	199.5	499.5	899.5	1,099.5	销售费用率	4.6%	4.3%	4.0%	4.0%	4.1%
无形资产	155.0	175.7	171.8	167.8	163.8	管理费用率	5.7%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
其他非流动资产	12.8	20.4	15.3	16.2	17.3	研发费用率	4.2%	3.8%	3.6%	3.5%	3.6%
资产总额	1,656.8	2,408.4	2,371.8	3,118.8	3,353.0	财务费用率	-0.1%	-1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	72.0	-	四费/营业收入	14.3%	11.2%	12.1%	12.0%	12.2%
应付帐款	207.0	227.4	296.1	309.9	366.1	偿债能力					
应付票据	35.8	75.1	30.3	92.7	56.0	资产负债率	23.2%	36.0%	28.3%	35.3%	28.2%
其他流动负债	121.6	155.4	194.5	225.4	271.7	负债权益比	30.2%	56.3%	39.5%	54.5%	39.2%
长期借款	-	-	-	207.6	-	流动比率	3.13	3.70	2.20	1.76	1.77
其他非流动负债	19.4	409.3	150.2	192.9	250.8	速动比率	2.38	2.99	1.55	1.12	1.13
负债总额	383.9	867.2	671.1	1,100.5	944.6	利息保障倍数	-75.19	-10.39			
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	168.3	166.8	166.8	166.8	166.8	DPS(元)	0.35	-	0.82	0.68	0.66
留存收益	1,129.5	1,324.3	1,534.0	1,851.5	2,241.6	分红比率	39.7%	0.0%	39.4%	26.4%	21.9%
股东权益	1,273.0	1,541.2	1,700.8	2,018.3	2,408.4	股息收益率	1.2%	0.0%	2.8%	2.3%	2.2%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.88	1.56	2.07	2.59	3.00
净利润	147.2	260.8	346.0	431.1	499.7	BVPS(元)	7.63	9.24	10.20	12.10	14.44
加: 折旧和摊销	39.4	45.1	84.1	137.0	163.4	PE(X)	33.6	19.0	14.3	11.5	9.9
资产减值准备	0.4	2.3	-	-	-	PB(X)	3.9	3.2	2.9	2.5	2.1
公允价值变动损失	1.2	-	10.0	10.0	20.0	P/FCF	-81.3	11.4	-12.8	-72.2	31.7
财务费用	4.2	-11.0	-	-	-	P/S	3.3	2.9	2.4	2.0	1.8
投资收益	-5.7	-1.5	-4.0	-5.0	-3.5	EV/EBITDA	12.7	8.2	9.9	8.3	6.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	43.1%	24.2%	17.5%	43.1%	24.2%
营运资金的变动	-8.6	-2.3	39.1	-158.7	115.8	PEG	0.8	0.8	0.8	0.3	0.4
经营活动产生现金流量	162.7	270.3	475.2	414.4	795.4	ROIC/WACC	2.7	3.2	3.6	3.0	2.2
投资活动产生现金流量	-133.2	-181.1	-616.0	-815.0	-436.5	REP	1.3	0.9	0.9	0.8	1.0
融资活动产生现金流量	-159.6	372.9	-436.5	207.6	-333.5						

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