

磁谷科技 (688448. SH)

依托磁悬浮技术布局，多曲线成长明确

投资要点：

➤ **磁悬浮流体机械领域细分龙头，节能改造打开市场空间。**公司以磁悬浮轴承技术起家，主要产品包括磁悬浮离心式鼓风机、磁悬浮空压机、磁悬浮冷水机组、磁悬浮真空泵。不同于传统企业以罗茨、螺杆为主，公司侧重于磁悬浮流体机械领域，形成竞争差异。从业绩来看，2018-2022年公司收入、归母净利润CAGR分别为20.4%/12.5%。高附加值产品推动公司毛利率、营业利润率分别优于同行12-17pcts、9-12pcts。公司具备自主研发能力，2022年研发费用率突破10%，是目前国内少数掌握磁悬浮流体机械装备相关技术的企业，产品具备低噪音、100%无油、远程管理、一体化设计等优势，节能效果可达30%-50%，符合碳中和节能减排趋势。

➤ **鼓风机夯实公司基本盘，节能降耗背景下改造空间巨大。**2009年公司推出国内首台磁悬浮离心式鼓风机，凭借先发优势及技术完整性，与亿昇科技、天瑞重工占据市场主要份额。根据公司客户在用鼓风机类型来看，磁悬浮离心式鼓风机在污水处理、印染、食品行业替换趋势明显。我们预计2022-2025年，我国磁悬浮离心式鼓风机需求量约有1.9-2.6万台，产值有望达到45-63亿元。

➤ **空压机蓄势待发，2024年产能释放后有望大幅增厚利润。**为形成多元化布局，2020年公司推出新产品磁悬浮空压机，下游包括食品、生物、纺织等应用领域。从产品收入来看，2020-2022年CAGR 888.3%，2023H1收入0.46亿元，全年有望突破1亿元。目前，公司空压机受产能限制（产能利用率107%）影响，订单未能完全释放，2024年随400台套新产能释放后，有望大幅增厚公司利润。

➤ **盈利预测与投资建议：**预计2023-2025年公司营业收入复合增速28%，归母净利润复合增速24%。考虑到公司在国内磁悬浮流体机械行业领先的地位，节能环保趋势下，公司产品有望持续高速增长，我们给予公司2024年39倍PE，目标价格42.22元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧及毛利率下滑风险，空压机业务开展不及预期，产能建设不及预期，新客户扩展不及预期，政府补助不可持续或退回风险。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	312	344	459	601	730
增长率(%)	24%	10%	33%	31%	21%
净利润(百万元)	60	48	57	77	90
增长率(%)	24%	-20%	20%	35%	16%
EPS(元/股)	0.84	0.67	0.80	1.08	1.26
市盈率(P/E)	40.5	50.8	42.3	31.4	27.0
市净率(P/B)	6.7	2.6	2.4	2.3	2.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

买入（首次评级）

当前价格：33.99 元

目标价格：42.22 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	71/32
总市值/流通市值(百万元)	2422/1085
每股净资产(元)	13.02
资产负债率(%)	30.20
一年内最高/最低(元)	43.5/23.52

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 彭元立

执业证书编号：S0210522100001

邮箱：PYL3957@hfzq.com.cn

相关报告

投资要件

关键假设

假设 1:磁悬浮离心式鼓风机:近年来国内传统鼓风机制造商开始布局磁悬浮赛道,行业竞争逐渐加剧,预计 2023-2025 年产品销量将稳步增长,分别为 1164/1376/1608 台套。价格方面呈下降趋势,同比减少 3.3%/2.4%/1.6%,毛利率 34.35%/33.07%/32.30%。

假设 2:磁悬浮空气压缩机:产品自 2020 年推出后,小基数下增速较快。2022 年公司产能利用率达到 107%,限制空压机产品订单放量。根据公司布局,预计到 2024 年底前将有新增 400 台套产能,2023 年下半年部分可投产,考虑到磁悬浮系列产品零部件的通用性,空压机产能可能优先释放。预计 2023-2025 年产品销量分别为 290/460/580 台套,产品价格分别同比增长 4.4%/1.5%/0.5%。毛利率维持稳定,2023-2025 年分别为 38.62%/38.56%/38.68%。

我们区别于市场的观点

市场认为随着更多玩家加入磁悬浮流体机械领域,行业竞争加剧下,持续降价对公司鼓风机毛利率将造成长期大幅影响。整体来看,我们认为价格战短期内仍将持续,但在激烈竞争下,无法满足市场需求的企业将逐步出清。从价格下降幅度来看,2022 年以来鼓风机毛利率下降趋势有所减缓,我们认为竞争最为激烈的阶段已经过去,在市场逐步回归常态的过程中,毛利率受损空间逐步收窄,将为公司鼓风机业绩提供底部支撑。

公司新布局业务处于初期阶段,市场普遍对公司业务扩张能力存疑。我们认为在磁悬浮流体机械领域,公司具备入行时间、产品品类、销售规模等多重优势,同时公司利用自主研发的磁悬浮五大核心技术切入空压机占据有利地位,有望快速打开全新市场。

股价上涨的催化因素

新增产能投产后销量快速增长、新业务业绩维持高增速、政策利好推动磁悬浮产品加速替代。

估值与目标价

我们选取鑫磊股份、新莱应材、骄成超声、丰立智能、英诺激光作为可比对象,行业 2024 年平均 PE 为 39X。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.57/0.77/0.90 亿元,同比+20.3%/+34.6%/+16.4%。上述企业均属于各自细分行业高端制造商,且具备稀缺属性。考虑到未来 2 年磁谷科技募投项目产能逐步释放,且新业务磁悬浮空压机突出的成长潜力,首次覆盖我们给予公司 2024 年 39 倍 PE,“买入”评级,对应市值 30 亿元,目标价格 42.22 元/股。

风险提示

行业竞争加剧及毛利率下滑风险,空压机业务开展不及预期,产能建设不及预期,新客户扩展不及预期,政府补助不可持续或退回风险。

正文目录

1	磁悬浮技术延展能力强，业务拓展打开成长空间	5
1.1	磁悬浮技术领先企业，品类聚焦精准发力	5
1.2	业绩步入上升通道，新产品进展顺利	6
1.3	股权激励绑定核心人员，未来收入增长可期	9
2	磁悬浮技术引领，迎长期发展机遇	9
2.1	产业背景：鼓励节能减排，“双碳”政策驱动产品应用	10
2.2	技术优势：具备核心零部件自制能力，打造高度自主化竞争壁垒	11
3	鼓风机：磁悬浮技术引领发展趋势，节能改造空间巨大	11
3.1	驱动因素：高性能具备韧性，持续受益高端化替代	13
3.2	市场规模：离心风机渗透率提升，重视替代长期价值	14
4	空压机：压缩机放量扶持，打开第二增长曲线	18
4.1	业绩情况：新业务初露锋芒，看好后续增长持续性	19
4.2	产能扩张：募投助力缓解产能瓶颈，静待核心产品放量增长	20
5	盈利预测及投资建议	20
5.1	盈利预测	20
5.2	估值与投资建议	22
6	风险提示	22

图表目录

图表 1：磁谷科技历史发展	5
图表 2：磁谷科技产品情况	5
图表 3：磁谷科技股权结构(截至 2023 年二季度)	6
图表 4：2018-2023Q3 磁谷科技营业收入及增速	6
图表 5：2018-2023Q3 磁谷科技归母净利润及增速	6
图表 6：2018-2023H1 磁谷科技分产品营业收入	7
图表 7：2018-2022 年磁谷科技分行业营业收入	7
图表 8：磁谷科技毛利率处于可比公司较高水平	7
图表 9：2018-2022 年磁谷科技分产品毛利率	7
图表 10：2018-2023Q3 磁谷科技费用率	8
图表 11：磁谷科技销售费用率高于行业平均水平	8
图表 12：磁谷科技研发费用率高于行业平均水平	8
图表 13：2018-2023Q3 磁谷科技净利率	8
图表 14：磁谷科技股权激励授予情况	9
图表 15：常见类型风机分类	10
图表 16：产业相关推动政策	10
图表 17：磁谷科技核心技术	11
图表 18：磁谷科技磁悬浮离心式鼓风机	12
图表 19：2018-2023H1 磁谷科技鼓风机收入	12
图表 20：2018-2022 年磁谷科技鼓风机毛利率	12
图表 21：2019-2022 年磁谷科技鼓风机价格	12
图表 22：磁悬浮鼓风机企业竞争格局	13
图表 23：常见类型鼓风机比较	13
图表 24：常见类型鼓风机零部件比较	14
图表 25：磁谷科技下游客户鼓风机改造工况对比	14
图表 26：我国鼓风机产值规模及增速	15

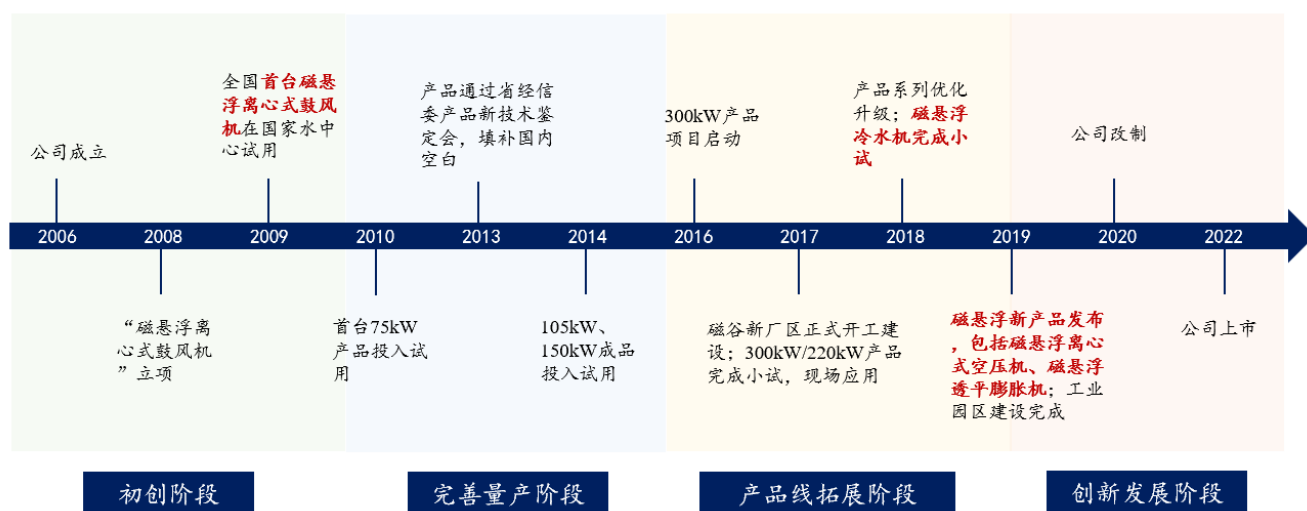
图表 27: 我国鼓风机产量规模及增速.....	15
图表 28: 我国鼓风机产值结构.....	15
图表 29: 我国鼓风机产量结构.....	15
图表 30: 2020 年罗茨鼓风机下游占比结构.....	15
图表 31: 2020 年离心鼓风机下游占比结构.....	15
图表 32: 磁谷科技下游客户分行业在用鼓风机情况.....	16
图表 33: 我国污水年排放量	17
图表 34: 我国污水处理厂数量.....	17
图表 35: 2022-2025 年磁悬浮离心式鼓风机需求测算.....	17
图表 36: 我国空气压缩机市场规模及增速	18
图表 37: 磁悬浮空压机生物发酵工艺流程简略图	18
图表 38: 磁谷科技磁悬浮空气压缩机拆解	19
图表 39: 2020-2023H1 磁谷科技空压机收入.....	19
图表 40: 2022 年磁谷科技研发费用迅速增加.....	19
图表 41: 2020-2022 年磁谷科技空压机毛利率.....	19
图表 42: 2020-2022 年磁谷科技空压机价格.....	19
图表 43: 磁谷科技风机产能利用率	20
图表 44: 高效智能一体化磁悬浮流体设备生产建设项目	20
图表 45: 磁谷科技分产品盈利预测	21
图表 46: 可比公司估值表（收盘价截至 2024/01/11）	22
图表 47: 财务预测摘要.....	24

1 磁悬浮技术延展能力强，业务拓展打开成长空间

1.1 磁悬浮技术领先企业，品类聚焦精准发力

磁谷科技自 2006 年成立以来，始终专注于磁悬浮流体机械及轴承技术的应用及研究。2009 年研制出国内首台磁悬浮离心式鼓风机，成功填补国内市场空白。公司已累计丰富的客户资源，长期与中国建筑、中国石化、京东方、安琪酵母、牧原股份、金光集团、光大环保等优质客户保持密切合作，产品广泛应用于污水处理、化工、印染、食品、制药、造纸、电子、机械制造、建筑等行业。





图表 1：磁谷科技历史发展



数据来源：磁谷科技官网，汉广上海科技有限公司公众号，华福证券研究所

公司以磁悬浮离心式鼓风机起家，2020-2021 年推出磁悬浮空气压缩机、磁悬浮冷水机组、磁悬浮真空泵，各产品下游领域分散。与传统机械相比，公司产品采用磁悬浮技术，共同特点包括：1) 节能效果显著：使用功率降低 30-50%；2) 无机械接触；3) 100%无油；4) 易操作，远程控制，维护方便。

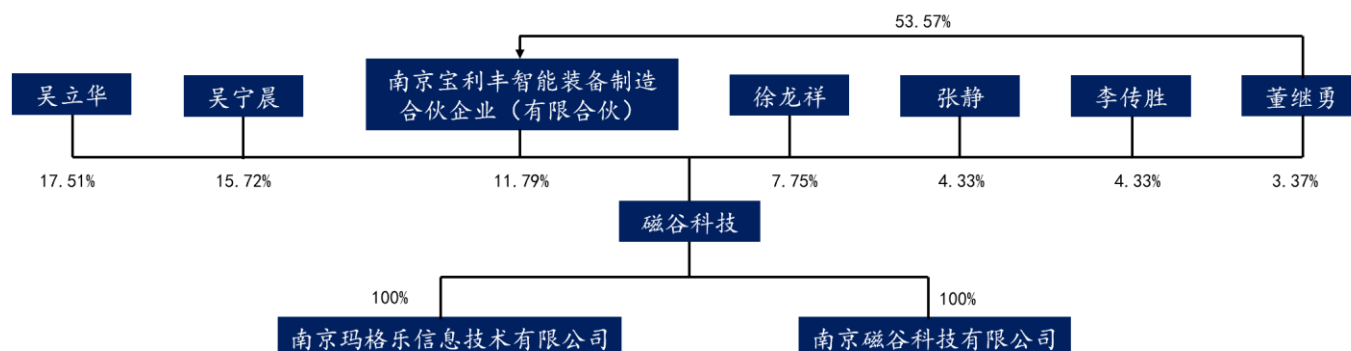
图表 2：磁谷科技产品情况

产品类型	产品概要	应用行业	图例	收入占总营收比重(2022 年)
磁悬浮离心式鼓风机	通过排送气体, 提供气体动力, 随转轴一同做高速旋转的叶轮带动空气从蜗壳的进气口进入, 最后从蜗壳的出气口对外排送, 从而实现风机的物理功能。 比传统风机节能约 30%、无润滑油无机械保养、低振动低噪音。	污水处理、印染、化工、食品、制药、造纸等行业		72.14%
磁悬浮空气压缩机	主要作用为压缩空气。与传统空压机相比, 该产品无需增速齿轮箱, 可节能约 20% : 无需润滑, 100%无油; 低噪音 ≤75dB (A)、低振动; 易安装、易维护; 全自主研发, 可提供定制服务。	冶金、化工、发酵、玻璃、制药、纺织和造纸等行业		17.03%
磁悬浮冷水机组	可应用于对冷水有大量需求的人居和工业环境。与传统冷水机组相比, 该产品具有更高的能效比, 可节能 30%-50% 。同时, 具有无油、噪音更低、维保更方便等特点。	1) 办公大楼、酒店、医院等对舒适性有要求的场所; 2) 工业制造、数据中心、食品、农业等对工艺和环境温度有要求的场所		4.56%
磁悬浮真空泵	可应用于对真空度有需求的场合。与传统水环真空泵相比, 该产品具有更高的运行效率, 可节能 40%以上 。同时, 具有无油、噪音更低、维保更方便、系统集成度高等特点。	造纸、氧化铝、制氧等行业		2.15%

数据来源: 磁谷科技招股说明书, 公司官网, 华福证券研究所

管理层结构清晰, 实控人合计持股 33.23%。公司董事长吴立华先生与吴宁晨先生为一致行动人, 合计持股 33.23%。副总经理董继勇先生直接持股 3.37%, 通过南京宝利丰智能装备制造合伙企业(有限合伙)间接持股 6.32%。

图表 3: 磁谷科技股权结构(截至 2023 年二季度)



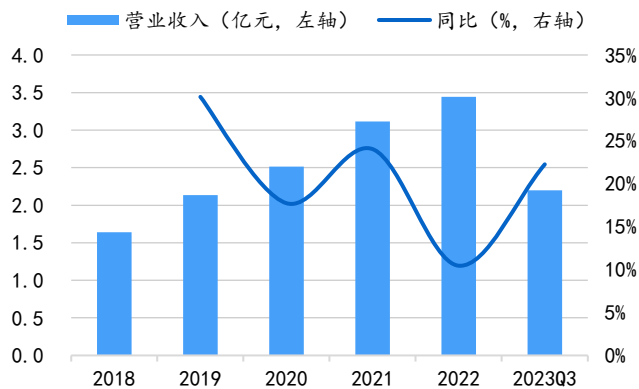
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

1.2 业绩步入上升通道, 新产品进展顺利

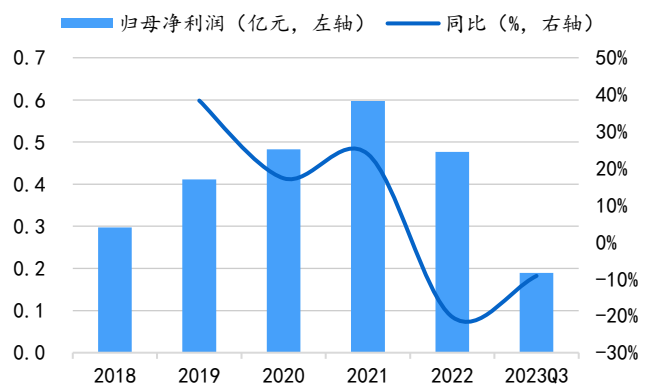
过去五年, 公司营收、业绩高速增长。2018-2022 年, 公司营收、净利润分别从 1.64/0.30 亿元提升至 3.44/0.48 亿元, CAGR 分别为 20.36%/12.52%。其中, 2022 年公司归母净利润同比下降 20.28%, 主要系研发投入增加所致。

图表 4: 2018-2023Q3 磁谷科技营业收入及增速

图表 5: 2018-2023Q3 磁谷科技归母净利润及增速



数据来源: wind, 华福证券研究所

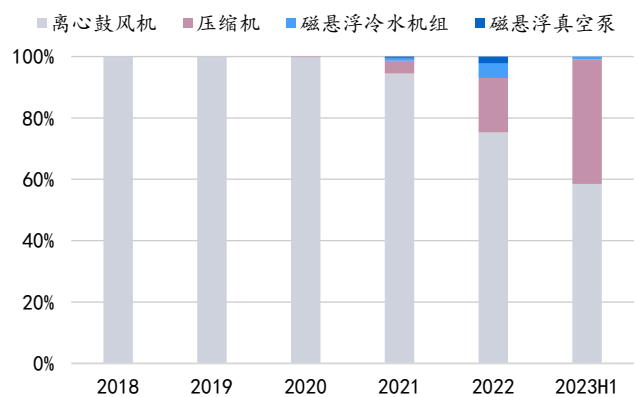


数据来源: wind, 华福证券研究所

分产品：收入结构改善，压缩机业务占比大幅提升。2022 年公司鼓风机、压缩机、冷水机组、真空泵四大产品收入占比分别为 72%/17%/5%/2%，其中 2022 年压缩机占比提升 12.98pcts，公司收入结构逐步改善。

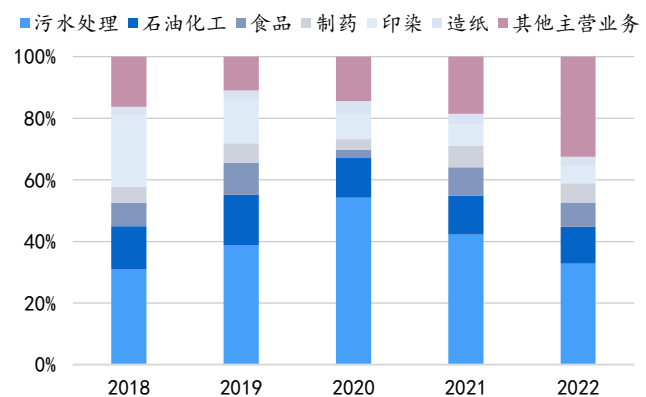
分行业：下游应用持续扩张，对于污水处理行业依赖程度明显下降。公司主要产品磁悬浮鼓风机在污水处理领域占据重要地位，需求量较大，带动公司在污水处理行业收入较高。2022 年实现 1.09 亿元收入，同比下降 14.56%，收入占比达 31.57%（同比下降 9.24pcts）。未来随各类产品收入逐渐均衡化，下游行业有望进一步打开。

图表 6：2018-2023H1 磁谷科技分产品营业收入



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 7：2018-2022 年磁谷科技分行业营业收入

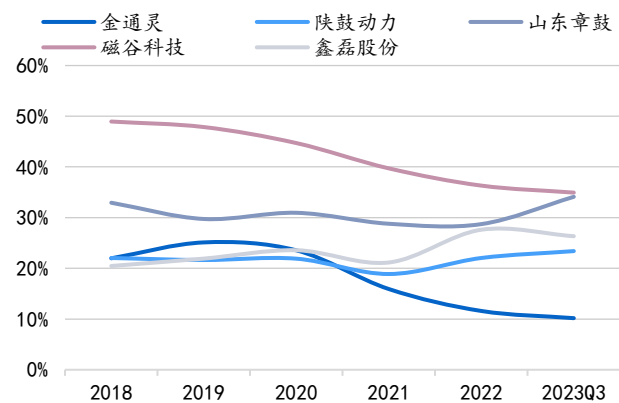


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

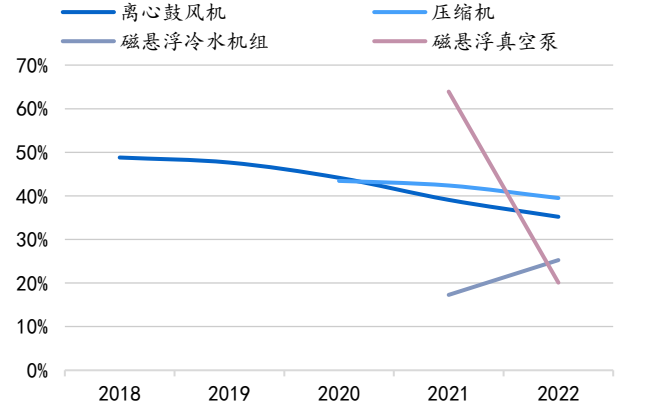
毛利率处于可比公司较高水平，下滑主要系鼓风机价格战所致。2021-2023Q3，公司毛利率分别为 39.7%/36.3%/34.9%，盈利能力超过国内可比公司。2020 年以来，受产品结构变化及行业竞争加剧影响，导致公司鼓风机产品销售单价降低，2022 年毛利率下滑至 35.2%，同比下降 3.9pcts。

图表 8：磁谷科技毛利率处于可比公司较高水平

图表 9：2018-2022 年磁谷科技分产品毛利率



数据来源：wind，华福证券研究所

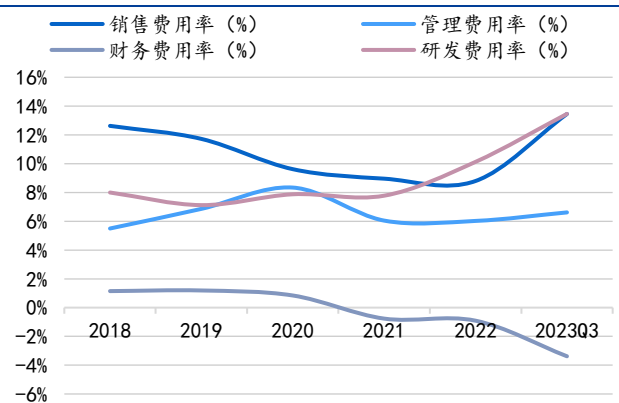


数据来源：wind，华福证券研究所

销售、研发投入增加，净利率短期收窄。2022 年公司期间费用率为 24.03%，同比 +2.02pcts，其中销售费用率、管理费用率分别为 8.80%/6.02%，同比-0.16/-0.02pcts。净利率方面，2018 年以来基本维持在 15%左右。2023Q3 净利率下降主要系：1) 销售、研发费用大幅增加；2) 收入确认方式所致。待四季度订单交付完成后，全年净利率将有所恢复。

公司注重研发，研发费用率超过 10%。公司形成以领军人物为核心的老中青结合研发团队，与南京航空航天大学、东南大学、清华大学等知名高校共同建立“产学研用”一体化的全新科技推广模式。随着公司磁悬浮流体机械产品矩阵逐步形成，2020 年以来公司研发费用率持续增加，2022 年突破 10%，同比提升 2.35pcts。从人员数量来看，2022 年研发人员达到 77 人，同比+42.59%，占比超过 20%以上。

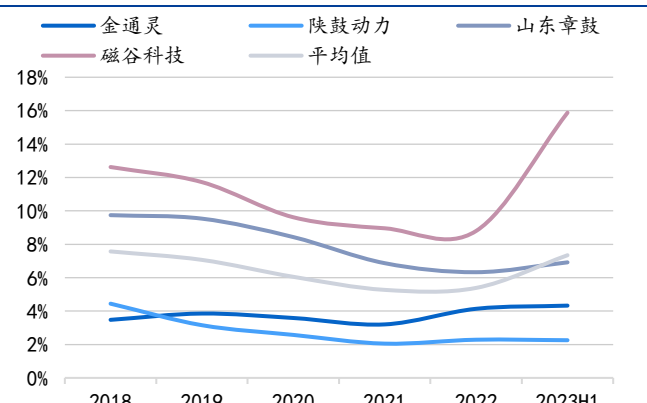
图表 10：2018-2023Q3 磁谷科技费用率



数据来源：wind，华福证券研究所

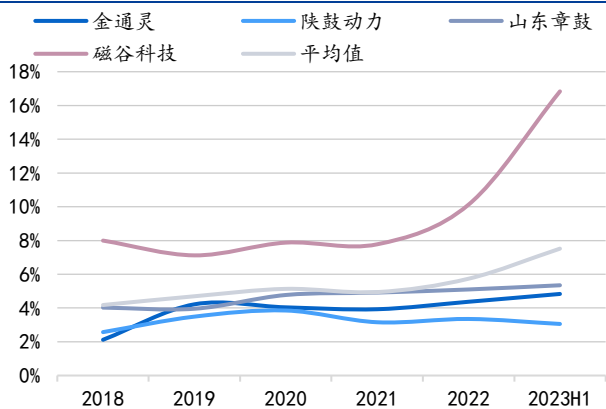
图表 12：磁谷科技研发费用率高于行业平均水平

图表 11：磁谷科技销售费用率高于行业平均水平

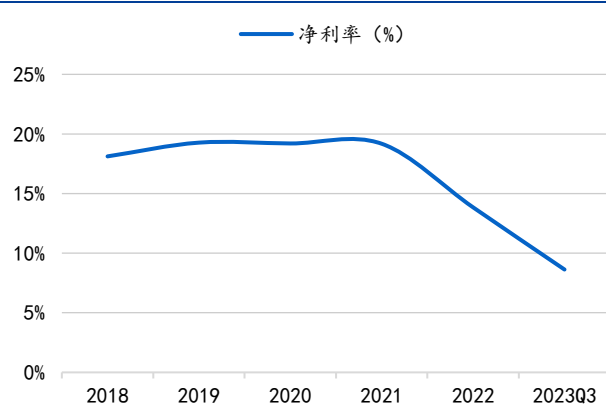


数据来源：wind，华福证券研究所

图表 13：2018-2023Q3 磁谷科技净利率



数据来源: wind, 华福证券研究所



数据来源: wind, 华福证券研究所

1.3 股权激励绑定核心人员, 未来收入增长可期

股权激励正式授予, 激发未来增长动能。为增强股东价值, 并吸引和留住优秀人才。2023 年 8 月公司股权激励正式授予, 激励对象包括公司高管、中高层、核心技术等 49 名人员, 首次授予 146.90 万股, 预留 13.10 万股, 授予价格 15.47 元/股。本次解禁考核目标为: 以 2022 年营业收入为基数, 2023-2025 年收入增长不低于 18%、35%、60%或净利润增长不低于 10%、18%、25%。

图表 14: 磁谷科技股权激励授予情况

序号	姓名	国籍	职务	获授股数（万股）	占股权激励比例（%）	占激励计划公告日公司总股本比例（%）
1	吴立华	中国	董事长	10	6.25%	0.14%
2	董继勇	中国	董事、总经理	10	6.25%	0.14%
3	林英哲	中国	副总经理、核心技术人员	8.5	5.31%	0.12%
4	肖兰花	中国	董事、董事会秘书、财务总监	7.5	4.69%	0.11%
5	吴宁晨	中国	副董事长、副总经理	6.5	4.06%	0.09%
6	傅安强	中国	副总经理	6.5	4.06%	0.09%
7	杜志军	中国	副总经理	6.5	4.06%	0.09%
8	孟凡菲	中国	核心技术人员	4	2.50%	0.06%
9	胡思宁	中国	核心技术人员	2	1.25%	0.03%
10	其他中层管理人员及核心骨干人员（40人）			85.4	53.38%	1.20%
首次授予合计（49人）				146.9	91.81%	2.06%
预留部分合计				13.1	8.19%	0.18%

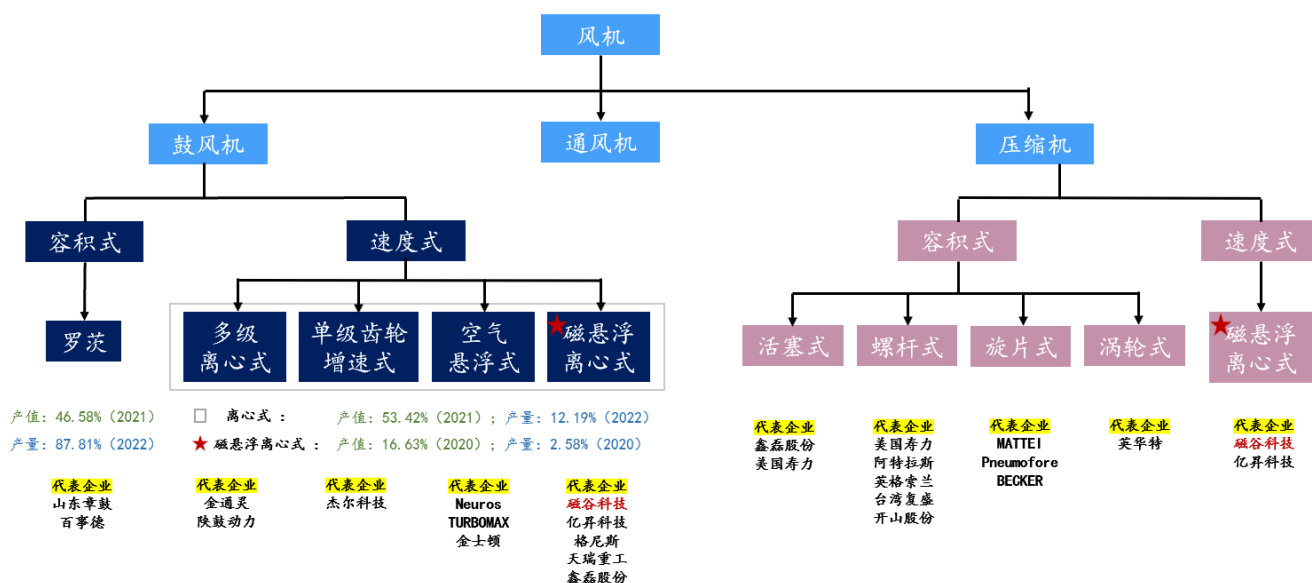
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2 磁悬浮技术引领, 迎长期发展机遇

夯实核心主业, 拓展新型产品打造业绩增量。风机是通过输入的机械能, 将气体压力提高并排送出去的机械。根据出口压力, 可分为通风机 ($<30\text{kPa}$)、鼓风机 ($30-200\text{kPa}$) 和压缩机 ($>200\text{kPa}$)。公司以磁悬浮技术为核心研发产品, 2009 年推出磁悬浮离心式鼓风机 (2023H1 营收占比 55.11%), 随后为打开增量市场, 2019 年

推出磁悬浮空气压缩机(2023H1 营收占比 38.33%), 2020-2022 年压缩机 CAGR 888.26%。

图表 15: 常见类型风机分类



数据来源: 磁谷科技招股说明书, 新思界, 无锡千诺机械设备有限公司公众号, 雪球, 鑫磊股份官网, 排行榜, Maigoo, 贝哲斯咨询, 商业新知, 远瞻财经, 亿昇科技官网, 磁谷科技官网, 磁谷科技公司公告, 观知海内, 华福证券研究所 (注: 1、★代表磁谷科技涉及产品; 2、图表中压缩机仅代表空气压缩机)

2.1 产业背景: 鼓励节能减排, “双碳”政策驱动产品应用

“双碳”产业政策背景下, 高能效风机受益。我国 83%的碳排放来自于工业, 其中 50%主要来自旋转机械。在节能减排+工业升级的背景下, 高效节能型流体设备优势凸显, 磁悬浮能使旋转机械节能约 30%。作为实现我国“双碳”目标的重要支撑, 公司磁悬浮离心式鼓风机、空压机需求有望显著增长, 关注增量市场与存量改造的应用需求。

根据中国能源报数据显示, 目前适用于磁悬浮技术原理的装备可以分为 18 类, 国内实现突破的品种共有 6 类, 包括磁谷科技自行研发的磁悬浮式鼓风机、空压机、冷水机组及真空泵, 未来有望带来万亿级产业。

图表 16: 产业相关推动政策

政策	发布部门	发布时间	相关内容
《绿色产业指导目录 (2023 年版)》	国家发展改革委	2023 年 3 月	将“1.1.10 高效节能磁悬浮动力装备制造”列入并作为一个单独子目录
《关于引发工业领域碳达峰实施方案的通知》	工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部	2022 年 8 月	到 2025 年, 规模以上工业单位增加值能耗较 2020 年下降 13.5%, 单位工业增加值二氧化碳排放下降幅度大于全社会下降幅度, 重点行业二氧化碳排放强度明显下降
《关于印发环保装备制造业高质量发展行动计划 (2022—2025 年) 的通知》	工业和信息化部、科学技术部、生态环境部	2022 年 1 月	将“攻克污水治理用磁悬浮轴承高速离心鼓风机”列入核心技术装备攻关重点方向
《关于印印发“十四五”节能减排综	国务院	2021 年 12	节能减排政策机制更加健全, 重点行业能源利用效率和

合工作方案的通知》		月	主要污染物排放控制水平基本达到国际先进水平
《电机能效提升计划（2021-2023年）》	工业和信息化部、市场监管总局	2021年11月	推动风机、泵、压缩机等电机系统节能技术研发， 加快应用离心式风机 、水泵等二次方转矩特性类负载与高效节能电机匹配技术、低速大转矩直驱技术、高速直驱技术、伺服驱动技术等，提高电机系统效率和质量。
《国务院关于印发2030年前碳达峰行动方案的通知》	国务院	2021年10月	到2030年，非化石能源消费比重达到25%左右，单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降65%以上，顺利实现2030年前碳达峰目标
《污染治理和节能减碳中央预算内投资专项管理办法》	国家发展改革委	2021年5月	本专项重点支持污水垃圾处理等环境基础设施建设、节能减碳、资源节约与高效利用、突出环境污染治理等四个方向。

数据来源：磁谷科技招股说明书，《绿色产业指导目录（2023年版）》，华福证券研究所

2.2 技术优势：具备核心零部件自制能力，打造高度自主化竞争壁垒

高端技术筑造护城河，五大核心研发助力腾飞。公司自成立以来专注于磁悬浮技术，先后推出国内首台磁悬浮鼓风机和空压机。与传统企业相比，在细分领域占据有利地位。

公司具备磁悬浮流体机械装备自主研发能力，在磁悬浮轴承、变频器、高速电机、叶轮及配套软件管理系统方面形成5项核心技术，以提升产品整机节能效果。截止2023年6月，公司累计获得发明专利41项，实用新型专利282项，外观设计专利6项，软件著作权19项，处于业内领先水平。

图表 17：磁谷科技核心技术

技术名称	技术描述	技术优势	核心技术进展
五自由度磁悬浮轴承	磁悬浮轴承是一种依靠可控磁力支撑转子的高性能新型轴承，可利用电磁力将转子无接触的悬浮起来。	1) 工作寿命长；2) 适用工作环境广；3) 转速高；4) 实现主动控制	1) 公司已针对该技术开展技术预研项目；2) 2023H1完成更高承载力的磁悬浮轴承系统研制、磁悬浮轴承结构形式及加工方式改进；3) 2023H1新增涉及该技术的发明专利2项。
大功率高速永磁同步电机	大功率高速永磁同步电机是一种采用永磁体的同步电机，其中转子部分和磁悬浮轴承的转子系统嵌套在一起，电机为转子提供旋转的动力。	1) 同步电机功率因数高；2) 速度控制精度高；3) 高效运行区间宽	1) 公司已针对该技术开展技术预研项目；2) 2023H1重新设计了75kW和300kW的电机，对部分结构进行测试验证；2) 2023H1新增涉及该技术的发明专利1项，实用新型专利1项。
高速电机专用变频驱动	变频控制器根据用户的设定工况及负载的实际情况设置专用算法，产生PWM信号，驱动IGBT动作，从而输出可控的电流及频率，驱动电机运行。	1) 根据工况需求调节转速；2) 每秒超过10万次的信号采集和实时校正	1) 公司针对该技术开展技术预研项目；2) 2023H1对变频器冷却结构进行了改进，并增加自动化测试手段，提高批量稳定性。
高速高效离心式叶轮及通流部件	基于三元流动理论和CAE/CFD技术，多目标优化设计与校核计算的后弯型叶轮，采用高强度材料，经五轴数控机床加工中心高速铣制成型，并经超转速实验和无损探伤。	1) 效率高、工况范围宽；2) 耐腐蚀性、耐磨等综合性能强；3) 重量轻，转动惯量小	1) 公司已针对该项目开展技术预研项目；2) 2023H1在结构设计、材料强度分析的基础上，增加了疲劳寿命分析，并形成了设计与分析规范；3) 2023H1新增涉及该项目的发明专利2项，实用新型专利1项。
基于磁悬浮轴承的高速设备系统开发	公司产品采用DSP和PLC控制系统，集磁悬浮控制、电机控制、人机交互控制于一体。公司拥有磁悬浮轴承控制及变频器控制两大核心算法。	1) 实时性高，控制稳定性好；2) 可远程维修调试；3) 具备储存、记忆历史数据功能	1) 2023H1对磁悬浮控制和电机控制算法进行迭代升级；2) 2023H1新增涉及该技术的软件著作权1项。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3 鼓风机：磁悬浮技术引领发展趋势，节能改造空间巨大

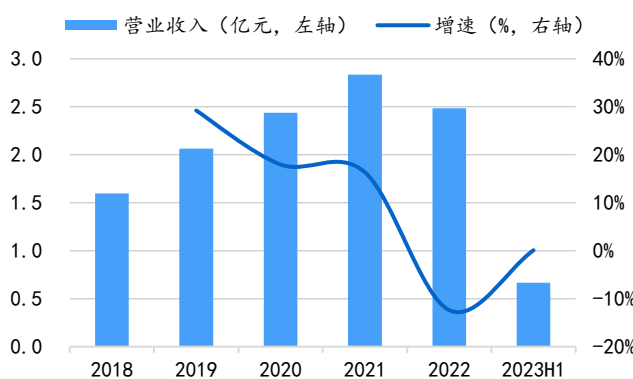
鼓风机指出口压力介于 30-200kPa 的风机，是工业生产中提供气体动力的重要工艺设备，根据工作原理可分为容积式和速度式两类。公司的核心产品磁悬浮离心式鼓风机属于高速鼓风机，采用磁悬浮技术作为轴承系统，代表企业磁谷科技、亿昇科技、天瑞重工，基本占据市场全部份额。

图表 18：磁谷科技磁悬浮离心式鼓风机



数据来源：磁谷科技官网，华福证券研究所

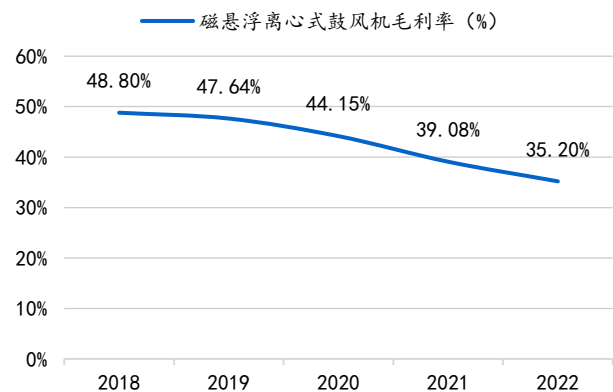
图表 19：2018-2023H1 磁谷科技鼓风机收入



数据来源：wind，华福证券研究所

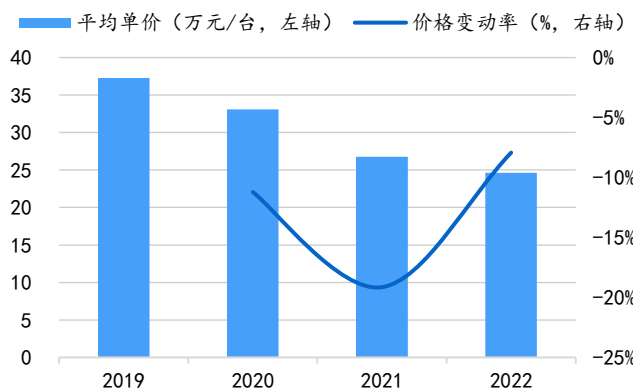
业绩短期承压，价格战致利润率下滑。随公司新增业务放量，磁悬浮离心式鼓风机占比逐年下降，2023H1 收入占比 55.11%。2018-2022 年，公司鼓风机营收 CAGR 为 11.65%，2023H1 收入 0.66 亿元，同比+0.09%。近年来在我国节能减排政策推动下，新玩家试图通过低价竞争抢占市场份额，龙头企业均呈现被动降价。其中，亿昇科技 2019-2020 年磁悬浮鼓风机平均售价降幅高达 30.59%，公司鼓风机毛利率同样呈现下行趋势。但我们认为，市场竞争最激烈的时间已经过去，从价格下降的幅度来看，未来盈利能力持续受损空间将有望逐步收窄。

图表 20：2018-2022 年磁谷科技鼓风机毛利率



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 21：2019-2022 年磁谷科技鼓风机价格



数据来源：公司公告，华福证券研究所

磁悬浮技术起家，保持行业领先地位。尽管新玩家正逐步进入，但国内传统企业仍然以罗茨、螺杆鼓风机为主，涉足磁悬浮流体机械领域的企业并不算多。磁谷科技

作为国内首个推出磁悬浮离心式鼓风机的公司，仍然具备先发优势，目前占据市场3成以上的份额，主要竞争对手为亿昇科技、天瑞重工。而鑫磊股份、山东章鼓等传统鼓风机龙头企业进入磁悬浮领域时间较短，在销售规模、技术完整性及专利数量等方面，与公司均有较大差距。

图表 22：磁悬浮鼓风机企业竞争格局

主要鼓风机		磁悬浮鼓风机				
		是否扩展	产品性能	相关专利数（项）	起步时间	销售数量（台）
磁谷科技	磁悬浮鼓风机	✓	1) 功率：50-400kW; 2) 流量：20-400m³/min; 3) 压力：30-140kPa; 4) 噪音：约 80 分贝	321	2009 年	1008（2022 年）
金通灵	工业鼓风机	×	-	-	-	-
山东章鼓	罗茨鼓风机、磁悬浮鼓风机	✓	1) 功率：50-300kW; 2) 流量：30-391m³/min; 3) 压力：40-150kPa	-	2020 年	-
陕鼓动力	透平鼓风机组	×	-	-	-	-
鑫磊股份	离心鼓风机	✓	1) 功率：7.5-300kW; 2) 流量：17-400m³/min; 3) 压力：40-150kPa; 4) 噪音：可低于 80 分贝	17	2021 年	32(2021 年)
亿昇科技 （未上市）	磁悬浮鼓风机	✓	1) 功率：50-1000kW; 2) 流量：30-790m³/min; 3) 压力：40-150kPa; 4) 噪音：80 分贝	108	2015 年	1016（2020 年）
天瑞重工 （未上市）	磁悬浮鼓风机	✓	1) 功率：37-300kW; 2) 流量：15-300m³/min; 3) 压力：20-80kPa; 4) 噪音：80 分贝	53	2016 年	550（2020 年）

数据来源：磁谷科技招股说明书，公司公告，华福证券研究所

3.1 驱动因素：高性能具备韧性，持续受益高端化替代

高科技绿色节能环保鼓风机，性能优势卓越。传统鼓风机整机效率普遍在40%-60%，随着转速提高，效率逐渐下降。相比之下，磁悬浮离心式鼓风机整机效率可达70%以上，是传统鼓风机的1.5倍，较罗茨鼓风机、单级齿轮增速离心鼓风机相比节能30%/12%。

图表 23：常见类型鼓风机比较

主要性能	罗茨鼓风机	多级离心鼓风机	单级齿轮增速鼓风机	空气悬浮鼓风机	磁悬浮离心式鼓风机
风量调节	调节范围小	调节范围小	调节范围小	调节范围大	调节范围大
启停是否有摩擦	✓	✓	✓	✓	×
是否适合频繁启停	✓	✓	✓	×	✓
噪音	100 分贝以上	90-100 分贝	90-100 分贝	75-85 分贝	75-85 分贝
振动	大	中	中	小	小
是否需要润滑	✓	✓	✓	×	×
维护方式	需专人定期维护	需专人定期维护	需专人定期维护	定期更换过滤器	定期更换过滤器
整机尺寸	大	大	大	小	小
安装及施工要求	复杂	复杂	复杂	简单	简单
能效	低	低	中	高	高

数据来源：磁谷科技招股说明书，华福证券研究所

分零部件看：磁悬浮离心式鼓风机采用磁悬浮轴承、高效叶轮、无转动装置等核心技术。1) 磁悬浮轴承：利用电磁力支撑转轴，运行过程中无需机械接触和润滑。优势在于 ① 维护成本低，100%无油，无需机械保养；② 消除摩擦、磨损、发热现

象后，轴承寿命更长；③ 磁悬浮轴承效率可达 99%，是传统轴承的 2 倍以上。2) 高效叶轮：高效三元流叶轮的效率可达 85%，是传统叶轮的 1.2 倍以上。3) 无转动装置：磁悬浮鼓风机采用直驱方式，电机与叶轮直接连接，在彻底消除传动损失和噪音的同时，可提高转速上限，最高可达传统鼓风机的 8 倍以上。

图表 24：常见类型鼓风机零部件比较

	罗茨鼓风机	空气悬浮离心式鼓风机	磁悬浮离心式鼓风机
轴承	轴承	滚珠轴承，有油	空气轴承，无油
	寿命	2-3 年	半永久性
	机械损失	轴承能耗 2%	1%
叶轮	形式	锻造二叶或三叶	三元流
	寿命	5-8 年	20 年
	流体效率	低	高
电机	电动机类型	鼠笼式电动机，电机效率在满负荷时效率 90%，低负荷状态下效率下降 10-31%	永磁无刷高速直流电机+调速系统，电机效率高达 97%，低负荷状态下效率下降 1-2%
	传动形式	皮带或联轴器	直驱式
	电机效率	85%	95%
	调节	自身无调节系统，电机功率一定，转速一定，风量不变，需增加变频器，调节范围小	45-100，压力越高，可调范围越窄

数据来源：磁谷科技公众号，华福证券研究所

以磁谷科技的改造项目为例，公司产品多次入选工信部《“能效之星”产品目录》，为白酒、啤酒、化工、光电、水泥等多行业客户提供改造方案。以公司与河南能源的合作项目为例，客户原先使用的两台 132kW 的罗茨鼓风机，由于运营能耗高、噪音大、设备性能随年限下降等问题，无法满足企业实际需求。通过节能替换项目，公司磁悬浮鼓风机为企业年省电费约 84 万元，节能率高达 45.5%。

图表 25：磁谷科技下游客户鼓风机改造工况对比

	白酒行业-古井贡酒		啤酒行业-百威啤酒		化工行业-河南能源		光电行业-京东方		水泥行业	
	罗茨	磁悬浮	罗茨	磁悬浮	罗茨	磁悬浮	罗茨	磁悬浮	罗茨	磁悬浮
设备数量 (台)	3	3	4	2	2	2	5	3	3	1
实际运行功率 (kW)	249	156	115	80	264	144	465	315	66	45.5
平均节能率 (%)	约 37.3%		约 30.4%		约 45.5%		约 32.3%		约 31%	
年节省电量 (kW.h)	约 799800		约 250000		约 1051200		约 1314000		约 179580	
年节约电费 (元)	-		-		约 840960		-		-	
设备寿命 (年)	-	-	-	-	-	-	-	-	5	20

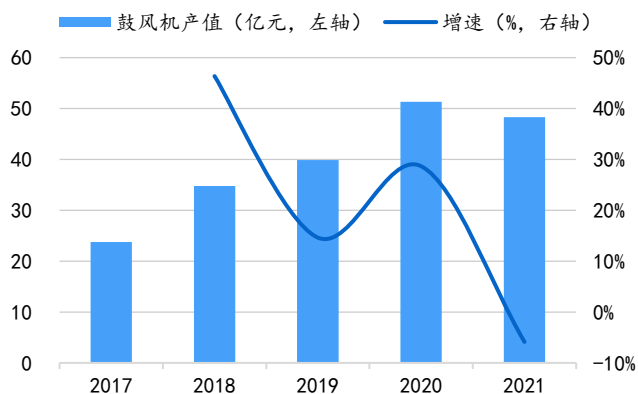
数据来源：磁谷科技公众号，华福证券研究所

3.2 市场规模：离心风机渗透率提升，重视替代长期价值

鼓风机市场整体需求稳健，离心式产量快速上升。根据中国通用机械工业协会风机分会数据，鼓风机行业 2017-2020 年产值从 23.77 亿元增长至 51.31 亿元，CAGR 为 19.39%，2020 年罗茨鼓风机、磁悬浮离心式鼓风机产值占比分别为 38.59%/16.63%。

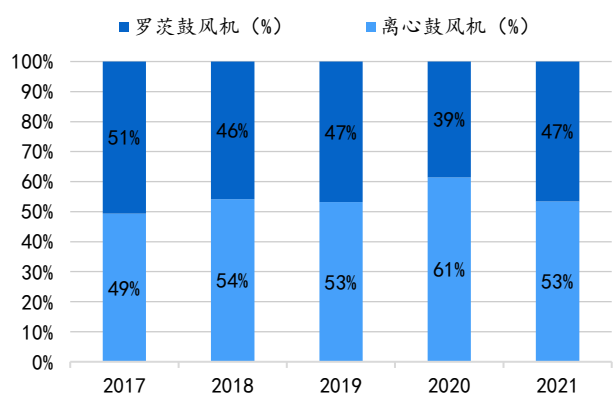
产量方面，从 5.20 万台增长至 2022 年的 11.48 万台，CAGR 为 17.15%。其中，罗茨鼓风机、离心式鼓风机 CAGR 分别为 15.82%/30.74%，尽管离心式鼓风机增速较快，但目前国内市场仍然以罗茨鼓风机为主，2022 年占比 87.81%。随节能、环保行业的快速发展，磁悬浮鼓风机将成为离心式鼓风机市场的主要增量。

图表 26：我国鼓风机产值规模及增速



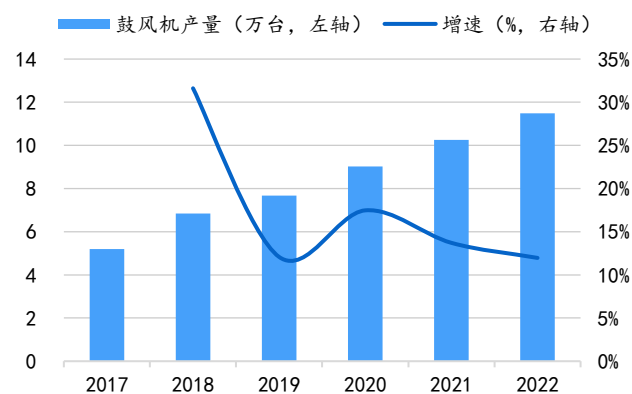
数据来源：磁谷科技招股说明书，中国通用机械工业协会风机分会，华福证券研究所

图表 28：我国鼓风机产值结构



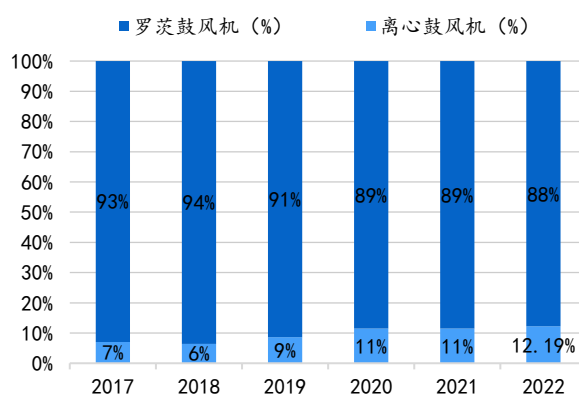
数据来源：磁谷科技招股说明书，中国通用机械工业协会风机分会，华福证券研究所

图表 27：我国鼓风机产量规模及增速



数据来源：观之海内，中国通用机械工业协会，华福证券研究所

图表 29：我国鼓风机产量结构

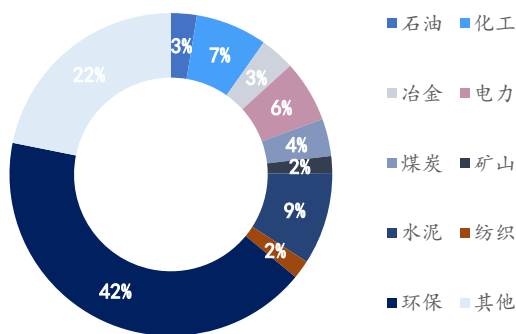


数据来源：观之海内，中国通用机械工业协会，华福证券研究所

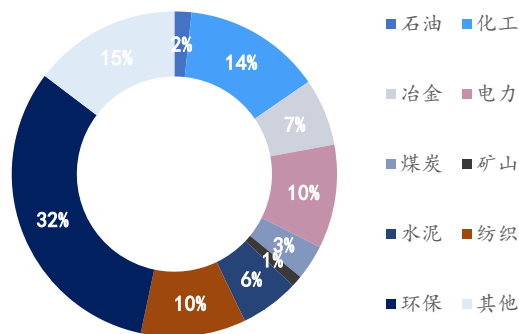
鼓风机主要集中于环保、化工、冶金、电力等行业，其中环保领域占比最高，2020 年罗茨及离心鼓风机占比分别达到 42.18%/31.99%。

图表 30：2020 年罗茨鼓风机下游占比结构

图表 31：2020 年离心鼓风机下游占比结构



数据来源：磁谷科技招股说明书，中国通用机械工业协会风机分会，华福证券研究所



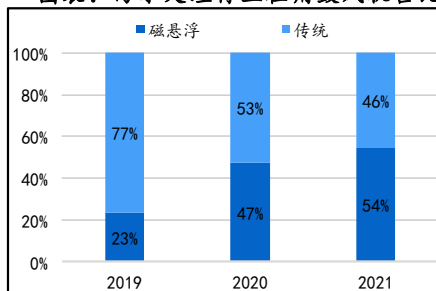
数据来源：磁谷科技招股说明书，中国通用机械工业协会风机分会，华福证券研究所

鼓风机从传统走向磁浮，细分行业客户替换趋势明显。参考磁谷科技 2019-2021 年下游客户在用鼓风机数量变化情况，磁悬浮离心式鼓风机在污水处理、印染/燃料领域呈现明显上升趋势，在用台数已超过传统鼓风机。此外，公司已累计丰富的客户资源，在污水处理领域包括北控水务、中节能环保集团等污水处理企业以及京东方、华海药业、南方水泥等大型工业企业；在食品发酵领域，公司是安琪酵母磁悬浮离心式鼓风机的主要供应商，成功实现国产替代。

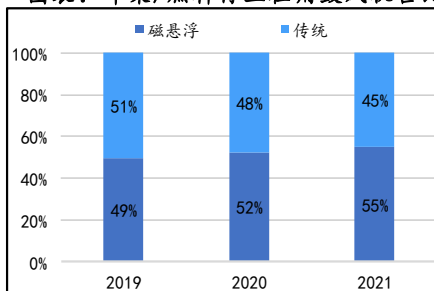
图表 32：磁谷科技下游客户分行业在用鼓风机情况

	磁悬浮鼓风机						传统鼓风机					
	数量 (台)			占比 (%)			数量 (台)			占比 (%)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
污水处理	29	62	79	9%	15%	16%	95	69	66	16%	12%	12%
印染/燃料	49	55	69	15%	13%	14%	50	50	49	8%	9%	9%
石油化工	28	39	41	9%	9%	8%	86	112	110	14%	19%	20%
食品	180	210	261	56%	51%	52%	333	312	281	55%	54%	52%
其他	36	46	63	11%	11%	13%	44	38	33	7%	7%	6%
合计	322	412	504	100%	100%	100%	608	581	539	100%	100%	100%

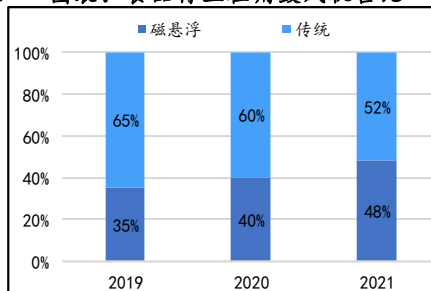
图表：污水处理行业在用鼓风机占比



图表：印染/燃料行业在用鼓风机占比



图表：食品行业在用鼓风机占比

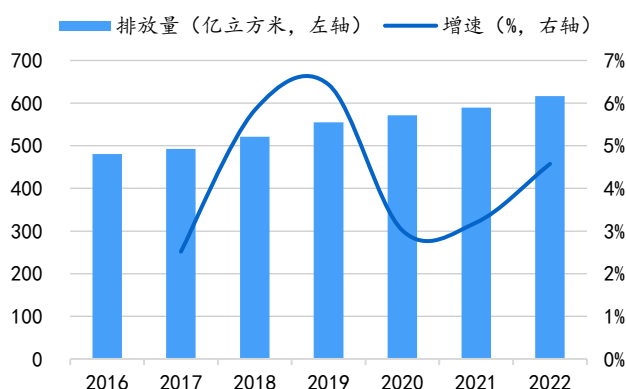


数据来源：磁谷科技招股说明书，华福证券研究所（注：传统鼓风机 = 罗茨鼓风机 + 多级离心鼓风机 + 单级齿轮增速鼓风机）

具体来看，在污水处理领域，鼓风机作为核心生产设备，功率需求大、运行时间长，主要起到曝气增氧的作用。目前以传统的罗茨和离心式为主，磁悬浮鼓风机属于最新形式的单级高速离心鼓风机，节能效益显著，是未来污水处理行业的发展趋势。2016-2021 年，我国城市、县城污水处理厂数量的复合增长率分别为 6.75%/3.13%，

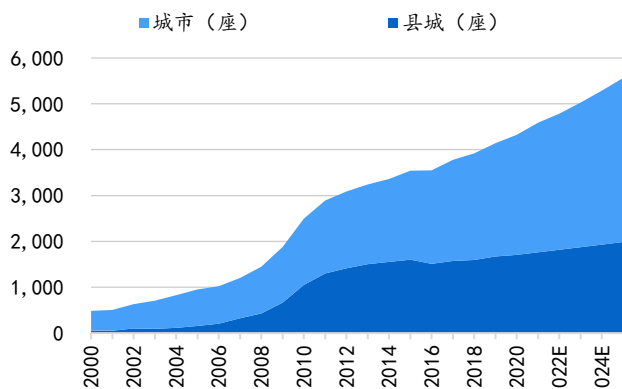
保持稳定增长,下游领域空间大。

图表 33: 我国污水年排放量



数据来源: 住建部, 观知海内, 华福证券研究所

图表 34: 我国污水处理厂数量



数据来源: 住房和城乡建设部, wind, 磁谷科技招股说明书, 华福证券研究所

2022-2025 年, 我国磁悬浮离心式鼓风机保守、乐观估计的需求量分别约为 1.9 /2.6 万台。我们参考磁谷科技磁悬浮离心式风机售价, 以 2022 年 24.6 万元/台为基数, 考虑到价格战因素, 按照每年 1%-3% 的降幅计算, 2022-2025 年磁悬浮离心式风机平均单价约为 23.7 万元/台, 对应产值 45-63 亿元。

以 2021 年污水处理厂数量为基数, 鼓风机数量 22005 台, 其中新型鼓风机 7350 台, 可替换数量 14655 台。参考磁谷科技招股说明书数据显示, 2025 年我国城市、县城污水处理厂数量分别为 3578/1987 座, 新增 751/222 座。

假设: 1) 城市、县城污水处理厂中鼓风机需求量分别为 6 台/3 台; 2) 新建污水处理厂中, 按照保守 (52%) /中性 (55%) /乐观 (60%) 情况, 选用磁悬浮离心式鼓风机; 3) 采用 10%/15%/20%, 代表保守/中性/乐观预期下, 每年磁悬浮离心式鼓风机存量改造的数量; 4) 根据磁谷科技近三年下游客户所属行业分布情况分析, 市政污水处理领域在手订单占比约为 45%。假设客户架构相对稳定, 其他行业需求同比增长。

$$\text{磁悬浮离心式鼓风机需求量} = \text{污水处理领域} + \text{其他领域}$$

$$= [\text{存量替换} + (\text{县城新增} + \text{城市新增})] + \text{其他领域} = [19054, 26436] \text{ (台)}$$

图表 35: 2022-2025 年磁悬浮离心式鼓风机需求测算

	2021	2025E
污水处理厂数量 (座)		
县城	1765	1987
城市	2827	3578
合计	4592	5565
鼓风机需求量 (台)		
已使用新型	7350	-

可替换	14655	-	
合计	22005	-	
污水处理行业：磁悬浮离心式鼓风机存量改造（台）			
保守=10%	5862		
中性=12%	7034		
乐观=15%	8793		
污水处理行业：磁悬浮离心式鼓风机需求量（台）			
磁悬浮离心式占比	保守=52%	中性=55%	乐观=60%
保守=10%	8574	8707	8965
中性=12%	9746	9879	10137
乐观=15%	11505	11638	11896
全行业：磁悬浮离心式鼓风机需求量（台）			
保守=10%	19054~19923		
中性=12%	21658~22527		
乐观=15%	22567~26436		

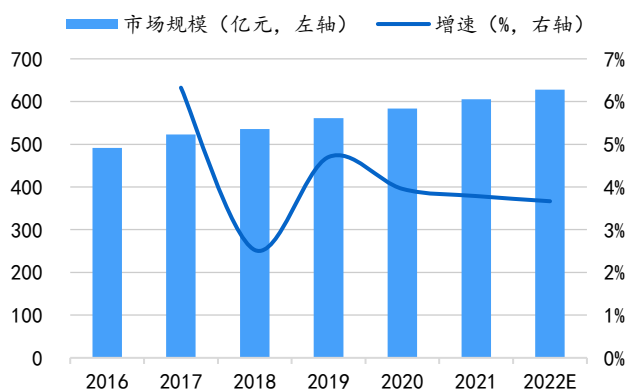
数据来源：磁谷科技招股说明书，华福证券研究所

考虑到未来其他行业对磁悬浮鼓风机的使用比重有望增加，我们认为当前预期可能偏保守，这意味着公司在其他行业中有机会获得超过测算的需求量。

4 空压机：压缩机放量扶持，打开第二增长曲线

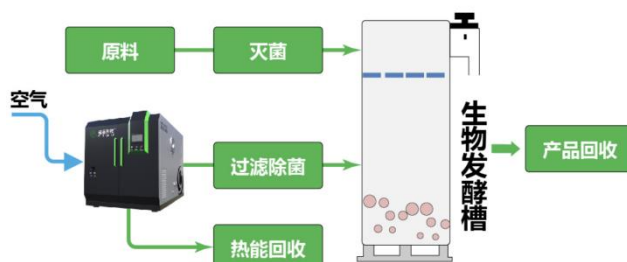
产品结构升级，需求主要来自节能改造。空气压缩机是现代工业必不可少的通用设备，主要作用为压缩空气，广泛应用于机械制造、冶金、汽车、水泥、电力、电子、纺织等领域。根据压缩机网数据显示，2016-2021 年，我国空气压缩机市场规模从 491.7 增长至 605.5 亿元，CAGR 为 4.25%。尽管市场增速放缓，但随着工业企业加快淘汰落后工艺及高能耗存量设备，未来需求将主要来自于节能改造，高附加值磁悬浮空气压缩机等产品有望受益。

图表 36：我国空气压缩机市场规模及增速



数据来源：压缩机网，磁谷科技招股说明书，华福证券研究所

图表 37：磁悬浮空压机生物发酵工艺流程简略图

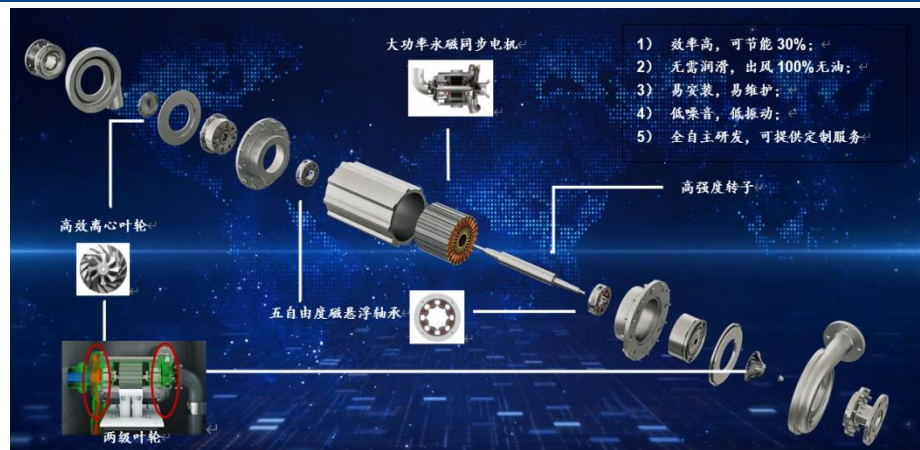


数据来源：磁谷科技官网，华福证券研究所

用气品质和节能降耗要求提升下，公司磁悬浮空压机价值凸显。为拓展产品线，公司 2019 年发布新产品磁悬浮空气压缩机，同样采用自研磁悬浮技术，具有无油、低能耗、无性能衰减、运行噪声低等优势。产品主机由高效离心叶轮、五自由度磁悬浮轴承、高强度转子、大功率永磁同步电机等核心部件组成。设备启动后，磁悬浮轴

承可将空压机转子保持在最佳位置，变频技术实现压缩机的低电流启动和全工况智能调节，高速电机和高速叶轮的应用使得整机效率高，体积小、重量轻。使用过程中，客户仅需定期更换过滤棉和过滤器，可大幅降低设备维保成本。公司磁悬浮空压机被广泛应用于工业及对含油量、节能和噪音有较高要求的场所。

图表 38：磁谷科技磁悬浮空气压缩机拆解

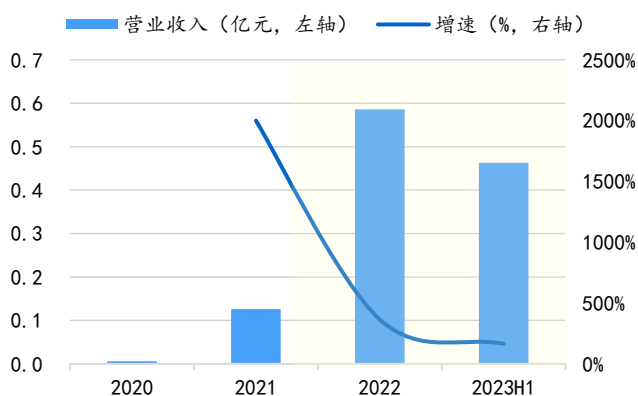


数据来源：公司官网，华福证券研究所

4.1 业绩情况：新业务初露锋芒，看好后续增长持续性

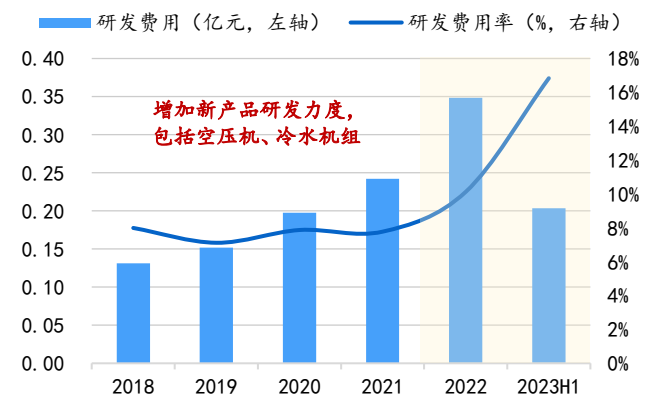
新产品加快市场推广，维持高增长态势。2020-2022 年，公司磁悬浮空气压缩机收入从 62.83 万元增长至 5856.02 万元，CAGR 为 888.26%。高强度研发投入下，业务占比迅速从 0.25% 提升至 17.01%。2023H1 收入 0.46 亿元，业务占比 38.33%，全年有望突破 1 亿元。毛利率方面，2022 年达到 39.50%，同比小幅下降 2.88 个百分点。随着磁悬浮空气压缩机产品快速放量，将成为公司新的利润增长点。

图表 39：2020-2023H1 磁谷科技空压机收入



数据来源：wind，华福证券研究所

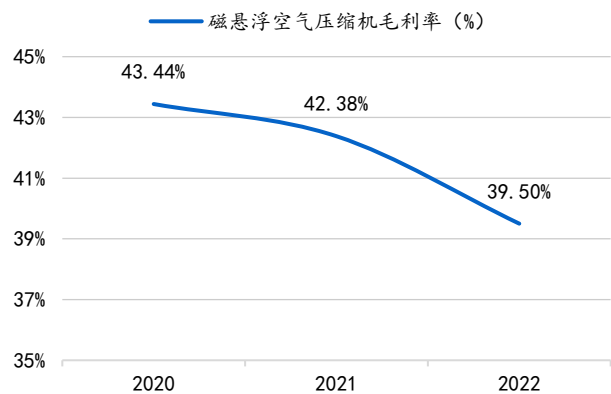
图表 40：2022 年磁谷科技研发费用迅速增加



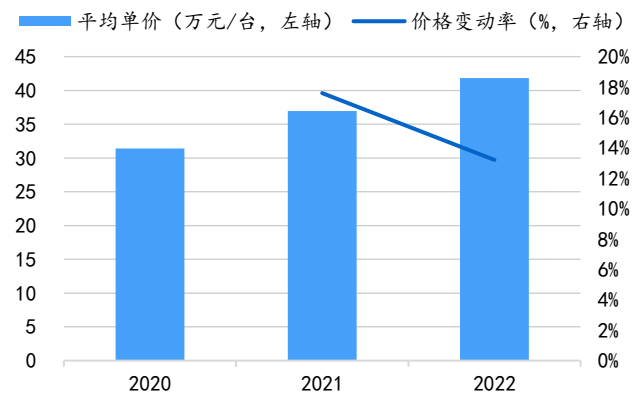
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 41：2020-2022 年磁谷科技空压机毛利率

图表 42：2020-2022 年磁谷科技空压机价格



数据来源: wind, 华福证券研究所

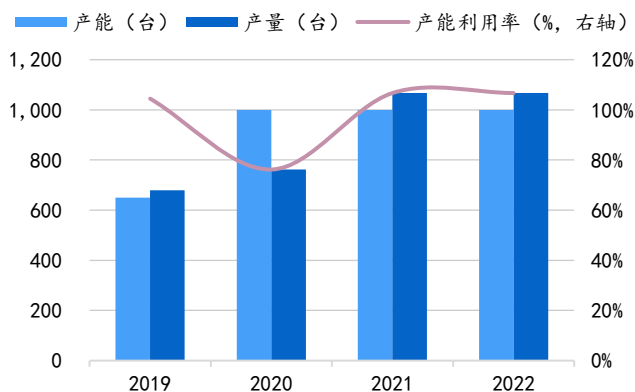


数据来源: 磁谷科技招股说明书, 公司公告, 华福证券研究所

4.2 产能扩张: 募投助力缓解产能瓶颈, 静待核心产品放量增长

产能紧缺, 产能利用率超 100%。公司目前产能为年产 1000 台套磁悬浮流体设备, 产能利用率 106.70%, 现有产能已无法满足订单需求, 提高产能迫在眉睫。

图表 43: 磁谷科技风机产能利用率



数据来源: 磁谷科技招股说明书, 公司公告, 华福证券研究所

图表 44: 高效智能一体化磁悬浮流体设备生产建设项目

产品类别	细分产品	产能 (台套)	合计 (台套)
大功率磁悬浮离心式鼓风机	350kW 系列	200	300
	400kW 系列	100	
磁悬浮空气压缩机	200kW 系列	150	400
	250kW 系列	150	
	315kW 系列	100	
磁悬浮制冷压缩机	160kW 系列	150	300
	300kW 系列	100	
	500kW 系列	50	

数据来源: 磁谷科技招股说明书, 华福证券研究所

募投扩产保障增长, 项目建成后产能将提升约 1 倍。公司 2022 年完成 IPO 募资 4.5 亿元, 投资 2.4 亿元用于高效智能一体化磁悬浮流体设备生产建设项目。投产后将形成大功率磁悬浮离心式鼓风机 300 台套、磁悬浮空气压缩机 400 台套和磁悬浮制冷压缩机 300 台套产能。预计 2023 年底公司产能将达到 1300-1500 台套, 2024 年有望超过 2000 台套, 实现产能翻倍。

5 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

公司主要产品包括磁悬浮离心式鼓风机、磁悬浮空气压缩机、磁悬浮冷水机组、

磁悬浮真空泵，以下为盈利预测主要假设：

磁悬浮离心式鼓风机：公司专注于磁悬浮流体机械领域十余年，凭借技术完整性，产品占据国内3成以上份额，销量规模领先。然而，近年来国内传统鼓风机制造商开始布局磁悬浮赛道，行业竞争逐渐加剧，预计2023-2025年产品销量将稳步增长，分别为1164/1376/1608台套。价格方面呈下降趋势，同比减少3.3%/2.4%/1.6%，毛利率34.35%/33.07%/32.30%。竞争压力下，我们认为2023-2025年产品营业收入分别为2.77/3.20/3.68亿元，同比+11.7%/+15.4%/+15%，以稳健增长为主。

磁悬浮空压机：产品自2020年推出后，小基数下增速较快。2022年公司产能利用率达到107%，限制空压机产品订单放量。根据公司布局，预计到2024年底前将新增400台套产能，2023年下半年部分可投产，考虑到磁悬浮系列产品零部件的通用性（30%-50%），空压机产能可能优先释放。预计2023-2025年产品销量分别为290/460/580台套，产品价格分别同比增长4.4%/1.5%/0.5%。毛利率维持稳定，2023-2025年分别为38.62%/38.56%/38.68%。营业收入方面，预计2023-2025年分别实现1.27/2.04/2.58亿元，同比+116.3%/+61.0%/+26.7%。

销售费用率：预计2023-2025年公司销售费用率将稳中有降，分别为9.5%/8.6%/8.1%。

研发费用率：预计2023-2025年公司将持续加大新产品及新技术的研发投入，研发费用率分别为12.1%/12.1%/12.3%。

基于以上假设，我们预计公司2023-2025年分别实现营业收入4.59/6.01/7.3亿元，同比+33.3%/+31%/+21.3%。

图表 45：磁谷科技分产品盈利预测

收入结构（单位：百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
合计				
营业总收入	344.2	458.9	601.3	729.6
YoY	10.5%	33.3%	31.0%	21.3%
营业总成本	219.2	294.2	389.0	474.0
YoY	16.7%	34.2%	32.2%	21.8%
毛利率	36.3%	35.9%	35.3%	35.0%
营业成本/收入	63.7%	64.1%	64.7%	65.0%
磁悬浮离心式鼓风机				
收入	248.3	277.3	320.1	368.1
YoY	-12.4%	11.7%	15.4%	15.0%
成本	160.9	182.1	214.2	249.2
毛利率	35.2%	34.4%	33.1%	32.3%
业务收入比例	72.2%	60.4%	53.2%	50.5%
磁悬浮空气压缩机				
收入	58.6	126.6	203.9	258.4

YoY	366.2%	116.3%	61.0%	26.7%
成本	35.4	77.7	125.3	158.4
毛利率	39.5%	38.6%	38.6%	38.7%
业务收入比例	17.0%	27.6%	33.9%	35.4%
其他磁悬浮产品				
收入	23.1	37.7	57.3	80.4
YoY	460.4%	63.4%	52.1%	40.3%
成本	17.6	29.0	43.2	59.2
毛利率	23.6%	23.2%	24.6%	26.4%
业务收入比例	6.7%	8.2%	9.5%	11.0%

数据来源: wind, 华福证券研究所 (注: 其他磁悬浮产品包括冷水机组及真空泵)

5.2 估值与投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.57/0.77/0.90 亿元, 同比 +20.3%/+34.6%/+16.4%。可比公司包括传统鼓风机龙头鑫磊股份, 高清洁应用材料领军企业新莱应材, 超声波焊接设备龙头骄成超声, 齿轮产品及相关精密部件领域制造商丰立智能, 微加工领域激光设备生产商英诺激光。上述公司均属于各自细分行业高端制造商, 且具备稀缺属性, 2023-2025 年可比公司 PE 均值为 58/39/29 倍, 公司当前市值对应的 PE 为 42/31/27 倍。考虑到未来 2 年磁谷科技募投项目产能将逐步释放, 且新业务磁悬浮空压机突出的成长潜力, 首次覆盖我们给予公司 2024 年 39 倍 PE, “买入”评级, 对应市值 30 亿元, 目标价格 42.22 元/股。

图表 46: 可比公司估值表 (收盘价截至 2024/01/11)

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS				PE			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
301317.SZ	鑫磊股份	30	19.07	0.49	0.96	1.61	1.79	39	20	12	11
300260.SZ	新莱应材	112	27.54	0.85	0.66	1.06	1.46	33	42	26	19
688392.SH	骄成超声	87	76.10	0.96	1.12	1.79	2.64	79	68	43	29
301368.SZ	丰立智能	49	41.08	0.37	0.64	0.84	1.04	110	64	49	39
301021.SZ	英诺激光	36	24.06	0.15	0.20	0.36	0.60	161	122	68	40
平均值								74	58	39	29
688448.SH	磁谷科技	24	33.99	0.67	0.80	1.08	1.26	51	42	31	27

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (注: 可比公司归母净利润为 wind 一致预测)

6 风险提示

行业竞争加剧及毛利率下滑风险: 在“低碳环保”节能趋势下, 传统鼓风机企业纷纷布局拓展磁悬浮产品以满足市场环保需求。随着新玩家的不断加入, 若价格战持续, 可能导致公司面临毛利率波动或降低风险。

空压机业务开展不及预期: 公司当前主要增长逻辑来自空压机, 若其业务拓展不及预期, 则将影响公司后续成长性。

产能建设不及预期: 公司目前产能利用率维持高位, 2024 年底前预计将有 1000

台套新增产能释放，若项目建设进度不及预期，将对公司业绩造成不利影响。

新客户扩展不及预期：公司产品使用寿命长，不同于日常消费品或经常性原材料采购，单一主体客户短期内不复购。若公司不能及时开发新客户，可能导致订单不可持续。

政府补助不可持续或退回风险：2020-2022 年公司政府补助分别为 1363.35/1913.78/1997.10 万元，占利润比重的 24.65%/28.55%/39.73%，呈现逐年上升趋势，主要用于研发和产业项目。若未来公司无法持续获得有关政府补助，或出现政府补助未按规定使用等情况，将可能对公司经营业绩产生一定不利影响。

图表 47：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	617	518	346	396	营业收入	344	459	601	730
应收票据及账款	265	317	404	492	营业成本	219	294	389	474
预付账款	3	4	5	6	税金及附加	2	3	3	4
存货	177	238	314	383	销售费用	30	44	52	59
合同资产	15	19	26	31	管理费用	21	24	31	38
其他流动资产	17	24	32	38	研发费用	35	55	73	90
流动资产合计	1,079	1,100	1,100	1,314	财务费用	-3	-4	-3	-3
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-9	-6	-4	-4
固定资产	151	145	379	447	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	1	159	76	1	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	14	25	24	23	投资收益	0	0	1	1
商誉	0	0	0	0	其他收益	20	20	23	25
其他非流动资产	21	21	24	23	营业利润	50	58	77	90
非流动资产合计	186	350	504	494	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	1,265	1,450	1,604	1,808	营业外支出	0	1	0	0
短期借款	0	15	9	9	利润总额	50	57	77	90
应付票据及账款	195	272	314	392	所得税	3	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	净利润	48	57	77	90
合同负债	35	52	68	81	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	0	0	0	0	归属母公司净利润	48	57	77	90
其他流动负债	64	84	109	132	EPS (按最新股本摊薄)	0.67	0.80	1.08	1.26
流动负债合计	295	422	500	614	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	30	30	30	30	营业收入增长率	10.5%	33.3%	31.0%	21.3%
非流动负债合计	30	30	30	30	EBIT 增长率	-27.1%	13.3%	39.0%	17.5%
负债合计	325	452	530	644	归母公司净利润增长率	-20.3%	20.3%	34.6%	16.4%
归属母公司所有者权益	940	997	1,074	1,164	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	36.3%	35.9%	35.3%	35.0%
所有者权益合计	940	997	1,074	1,164	净利率	13.8%	12.5%	12.8%	12.3%
负债和股东权益	1,265	1,450	1,604	1,808	ROE	5.1%	5.7%	7.2%	7.7%
现金流量表					ROIC	5.0%	5.3%	6.8%	7.4%
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
经营活动现金流	56	57	-2	68	资产负债率	25.7%	31.2%	33.0%	35.6%
现金收益	58	66	88	118	流动比率	3.7	2.6	2.2	2.1
存货影响	-33	-61	-76	-69	速动比率	3.1	2.0	1.6	1.5
经营性应收影响	-61	-53	-88	-89	营运能力				
经营性应付影响	65	77	42	78	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
其他影响	26	29	33	29	应收账款周转天数	198	182	173	176
投资活动现金流	-10	-176	-166	-20	存货周转天数	263	253	255	265
资本支出	-12	-176	-164	-22	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.67	0.80	1.08	1.26
其他长期资产变化	3	0	-2	2	每股经营现金流	0.78	0.81	-0.02	0.95
融资活动现金流	505	19	-3	2	每股净资产	13.19	13.99	15.08	16.34
借款增加	-20	15	-6	0	估值比率				
股利及利息支付	0	0	0	0	P/E	51	42	31	27
股东融资	545	0	0	0	P/B	3	2	2	2
其他影响	-21	4	3	3	EV/EBITDA	1	1	1	1

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn