

申菱环境 (301018.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q4 拖累全年业绩，场景开拓成果初现

业绩简评

- 4月27日晚间公司披露22年报及23年一季报。公司22年实现营收22.2亿元，同比+23.5%；实现归母净利润1.7亿元，同比+18.5%。1Q23实现营收4.6亿元，同比+6.4%；实现归母净利润0.4亿元，同比+12.8%。业绩低于市场预期。

经营分析

- Q4 疫情政策变动影响生产，拖累22年业绩。公司1~3Q22营收/归母净利润分别同比+52.4%/+63.2%，Q4单季度营收/归母净利润分别同比-14.4%/-47.7%，疫情政策变动对生产、验收产生显著不利影响。
- 结构转变促盈利水平提升。伴随IPO产能释放与新场景开拓，同口径下高价值量与高毛利水平的工业/特种空调业务营收分别同比+31.6%/+45.1%，合计营收占比升至61.2%（同比+6.3pct），结构转变带来22年/1Q23毛利率分别升至27.8%/28.98%。同时，产品周转加快，综合产销率继续提至95.9%（同比+10.8pct）。
- 后续看点1：AI算力要求有望驱动数据中心建设需求回暖，而用电成本占其运营成本比例近6成、空调系统占其总能耗比例近4成，低能耗温控产品需求明朗。公司前期与华为深度合作，积累规模效应、增强产品力，伴随新客户拓展（22年数据服务业务营收同比+6.3%，而华为以外客户营收同比+21.8%）与液冷产品占比提升，盈利水平有望升高。
- 后续看点2：定增扩产方案落地，加码新能源场景。公司4月14日公告以32.56元/股发行2457万股，共完成募资8亿元，用于储能温控、锂电车间场景产品的产能扩张，预计产能落地后可贡献产值近15亿元。
- 后续看点3：开辟热储产线，23年起将贡献业绩。公司于7M22设立热储公司，并于同期推出模块式风冷热泵产品，针对出水温度与适用场景广泛性进行升级，当前已有产线投运。

盈利预测、估值与评级

- 公司善于把握行业特征与时代风口、拓展新场景/产品/客户。预计公司2023~2025年分别实现归母净利润3.25/4.6/5.75亿元，EPS分别为1.23/1.74/2.18元，对应PE分别为37倍、26倍和21倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 新客户开拓不及预期；产能释放、订单落地不及预期；产品降价超预期；原材料成本波动风险等。

石油化工组

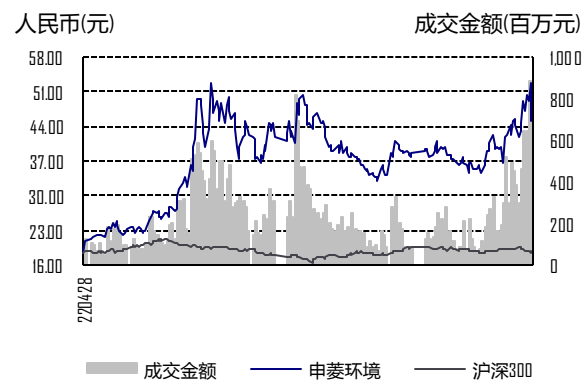
分析师：许隽逸（执业S1130519040001）

xujunyi@gjzq.com.cn

市价（人民币）：45.11元

相关报告：

1.《申菱环境公司深度研究：专用空调龙头，结构性升级新机遇》，2023.3.22



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,798	2,221	3,286	4,316	5,225
营业收入增长率	22.55%	23.53%	47.96%	31.33%	21.05%
归母净利润(百万元)	140	166	325	460	575
归母净利润增长率	12.61%	18.49%	95.61%	41.42%	25.11%
摊薄每股收益(元)	0.585	0.693	1.229	1.738	2.175
每股经营性现金流净额	0.16	0.26	1.03	1.04	1.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.74%	10.48%	12.29%	15.07%	16.12%
P/E	45.29	65.12	36.70	25.95	20.74
P/B	4.41	6.82	4.51	3.91	3.34

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,467	1,798	2,221	3,286	4,316	5,225
增长率		22.6%	23.5%	48.0%	31.3%	21.1%
主营业务成本	-1,020	-1,300	-1,604	-2,308	-2,979	-3,576
%销售收入	69.5%	72.3%	72.2%	70.2%	69.0%	68.4%
毛利	448	498	617	979	1,337	1,649
%销售收入	30.5%	27.7%	27.8%	29.8%	31.0%	31.6%
营业税金及附加	-9	-9	-15	-22	-29	-36
%销售收入	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-124	-142	-168	-240	-315	-381
%销售收入	8.4%	7.9%	7.5%	7.3%	7.3%	7.3%
管理费用	-98	-103	-149	-220	-289	-350
%销售收入	6.7%	5.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
研发费用	-62	-76	-97	-145	-190	-230
%销售收入	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	155	167	187	352	514	652
%销售收入	10.6%	9.3%	8.4%	10.7%	11.9%	12.5%
财务费用	-14	-11	-15	-14	-18	-33
%销售收入	0.9%	0.6%	0.7%	0.4%	0.4%	0.6%
资产减值损失	-18	-11	-21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-3	-4	-1	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	140	162	184	352	495	619
营业利润率	9.6%	9.0%	8.3%	10.7%	11.5%	11.9%
营业外收支	-1	-5	-3	-1	0	0
税前利润	139	157	181	351	495	619
利润率	9.5%	8.7%	8.1%	10.7%	11.5%	11.9%
所得税	-18	-15	-11	-23	-32	-40
所得税率	12.9%	9.2%	6.3%	6.5%	6.5%	6.5%
净利润	121	143	169	328	463	579
少数股东损益	-3	2	3	3	3	4
归属于母公司的净利润	125	140	166	325	460	575
净利率	8.5%	7.8%	7.5%	9.9%	10.7%	11.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	121	143	169	328	463	579
少数股东损益	-3	2	3	3	3	4
非现金支出	41	41	75	101	151	182
非经营收益	11	9	14	25	21	21
营运资金变动	22	-155	-195	-182	-360	-282
经营活动现金净流	196	38	62	273	275	500
资本开支	-312	-367	-206	-219	-612	-412
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	1	0	0	0	0
投资活动现金净流	-312	-366	-206	-219	-612	-412
股权募资	0	443	0	788	0	0
债权募资	269	-92	178	-217	0	46
其他	-57	-63	-90	-78	-76	-80
筹资活动现金净流	212	288	88	494	-76	-34
现金净流量	96	-39	-55	547	-413	55

资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	338	296	262	806	390	443
应收款项	709	842	1,152	1,442	1,894	2,293
存货	439	628	586	822	1,061	1,274
其他流动资产	170	230	232	337	441	532
流动资产	1,656	1,996	2,233	3,408	3,786	4,542
%总资产	64.8%	61.7%	61.7%	69.4%	65.8%	67.4%
长期投资	0	1	0	0	0	0
固定资产	718	1,027	1,162	1,265	1,718	1,941
%总资产	28.1%	31.8%	32.1%	25.7%	29.9%	28.8%
无形资产	154	152	162	171	179	187
非流动资产	898	1,238	1,386	1,505	1,965	2,196
%总资产	35.2%	38.3%	38.3%	30.6%	34.2%	32.6%
资产总计	2,554	3,235	3,619	4,912	5,752	6,738
短期借款	345	285	282	5	5	51
应付款项	539	633	769	1,008	1,301	1,561
其他流动负债	317	396	312	523	664	824
流动负债	1,202	1,315	1,363	1,536	1,970	2,437
长期贷款	284	275	441	506	506	506
其他长期负债	177	200	220	211	209	207
负债	1,663	1,791	2,024	2,253	2,685	3,150
普通股股东权益	890	1,440	1,586	2,647	3,051	3,569
其中：股本	180	240	240	265	265	265
未分配利润	329	422	530	802	1,206	1,724
少数股东权益	1	4	9	12	16	19
负债股东权益合计	2,554	3,235	3,619	4,912	5,752	6,738

比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.692	0.585	0.693	1.229	1.738	2.175
每股净资产	4.945	6.000	6.610	10.005	11.533	13.488
每股经营现金净流	1.087	0.158	0.259	1.030	1.039	1.891
每股股利	0.000	0.000	0.180	0.200	0.210	0.220
回报率						
净资产收益率	14.00%	9.74%	10.48%	12.29%	15.07%	16.12%
总资产收益率	4.88%	4.34%	4.59%	6.62%	8.00%	8.54%
投入资本收益率	8.88%	7.57%	7.55%	10.36%	13.41%	14.70%
增长率						
主营业务收入增长率	8.03%	22.55%	23.53%	47.96%	31.33%	21.05%
EBIT增长率	20.05%	7.86%	11.87%	88.04%	46.01%	26.93%
净利润增长率	22.78%	12.61%	18.49%	95.61%	41.42%	25.11%
总资产增长率	30.66%	26.63%	11.89%	35.73%	17.09%	17.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	175.6	146.8	152.0	148.0	148.0	148.0
存货周转天数	132.7	149.9	138.1	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	121.9	131.5	123.3	123.0	123.0	123.0
固定资产周转天数	66.3	54.5	144.8	175.9	163.8	143.9
偿债能力						
净负债/股东权益	32.69%	18.34%	28.87%	-11.07%	3.96%	3.19%
EBIT利息保障倍数	11.2	15.0	12.2	25.4	28.2	19.9
资产负债率	65.10%	55.36%	55.92%	45.86%	46.68%	46.75%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-22	买入	37.03	54.56~54.56

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402