

2023 年 08 月 27 日

# 业绩延续高增，商空应用表现亮眼

## 英华特(301272)

### 事件概述

8 月 24 日，公司发布 2023 年半年度报告：

23H1：营业收入 2.54 亿元（Y0Y+35%），归母净利润 0.38 亿元（Y0Y+70%），扣非归母净利润 0.37 亿元（Y0Y+74%）。

23Q2：营业收入 1.73 亿元（Y0Y+38%），归母净利润 0.30 亿元（Y0Y+70%），扣非归母净利润 0.30 亿元（Y0Y+71%）。

### 分析判断：

#### ► 收入：商用空调、冷藏冷冻驱动增长

#### 23H1 分产品应用看：

（1）热泵应用：H1 实现收入 0.87 亿元（Y0Y+8.40%）。

（2）商用空调应用：H1 实现收入 0.95 亿元（Y0Y+51%）。根据公司招股书（2023 年 7 月 10 日），在我们认为主因 2020 年公司积极开拓欧博空调、长虹空调等新客户，随着公司与商用空调新客户的持续开发，未来公司在商用空调领域的市场份额有望持续提升。

（3）冷藏冷冻应用：H1 实现收入 0.65 亿元（Y0Y+47%）。

#### 23H1 分地区看：

境内：收入 1.62 亿元（Y0Y+12%）；

境外：收入 0.92 亿元（Y0Y+111%）；

#### ► 盈利：

（1）23H1：公司毛利率实现 28.8%（Y0Y+7.6pct），公司归母净利率实现 15%（Y0Y+3.3pct），扣非净利率实现 14.6%（Y0Y+3.4pct）；

（2）23Q2：公司毛利率实现 30.1%（Y0Y+8.4pct），公司归母净利率实现 17.3%（Y0Y+2.9pct），扣非净利率实现 17.4%（Y0Y+2.9pct）；

#### （3）H1 分业务：

1) 热泵应用：H1 实现毛利率 20.5%（Y0Y+2.9pct）。

2) 商用空调应用：H1 实现毛利率 29.7%（Y0Y+8.4pct）。

3) 冷藏冷冻应用：H1 实现毛利率 38.8%（Y0Y+7.0pct）。

我们预计盈利提升主因高毛利率的高匹数产品占比提升。

#### （4）费用率：

H1：销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.2%、4.3%、4.7%、0%，同比+0.5、+1.7、+1.0、+1.1pct，

Q2：销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.9%、3.5%、

### 评级及分析师信息

评级：增持

上次评级：首次覆盖

目标价格：

最新收盘价：64.03

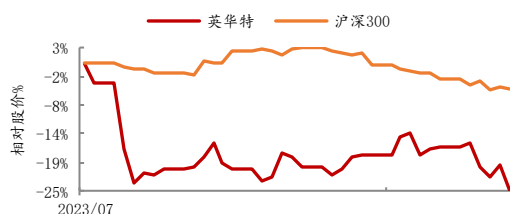
股票代码：301272

52 周最高价/最低价：99.66/63.0

总市值(亿)：37.47

自由流通市值(亿)：8.88

自由流通股数(百万)：13.88



分析师：陈玉卢

邮箱：chenyl@hx168.com.cn

SAC NO：S1120522090001

联系电话：

研究助理：喇睿萌

邮箱：larm@hx168.com.cn

SAC NO：

联系电话：

4.1%、-0.6%，同比+1.3、+2.0、+0.8、+1.0pct；  
公司销售费用的增加主要系市场推广费、差旅费、人员费用增加，研发费用的增长主要系公司持续加大科研投入。

## 投资建议

公司掌握了涡旋压缩机的核心技术，是国内出货量最大的制冷涡旋压缩机国产品牌厂商。公司对行业具有深刻的理解和认识、具有柔性生产能力和对客户需求快速的响应能力。公司产品在能效、运行范围和可靠性等多个关键产品指标上具有先进性。在经过长达10年的经营后，公司的口碑也逐渐建立并且得到国内外客户的认可。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 6.19/8.56/11.82 亿元，同比分别+38%/+38%/+38%。预计 23-25 年归母净利润分别为 1.03/1.46/2.08 亿元，同比分别+46%/+43%/+42%，相应 EPS 分别为 1.75/2.50/3.55 元。以 23 年 8 月 25 日收盘价 64.03 元计算，对应 PE 分别为 37/26/18 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 19 倍，考虑到公司是内资中少数实现涡旋压缩机量产标的，国产替代空间大，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

下游行业需求波动、行业竞争加剧、原材料价格波动、经营业绩波动风险、未来营业收入增速放缓风险、经销商管理风险、应收账款发生坏账的风险和应收账款周转率下降的风险、业务规模扩张带来的管理和内控风险、汇率波动等。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	383	448	619	856	1,182
YoY (%)	27.4%	17.0%	38.0%	38.4%	38.1%
归母净利润(百万元)	49	70	103	146	208
YoY (%)	-0.9%	44.5%	45.9%	42.6%	41.8%
毛利率 (%)	21.7%	25.9%	28.7%	28.9%	29.1%
每股收益 (元)	1.11	1.60	1.75	2.50	3.55
ROE	21.0%	24.7%	9.9%	12.3%	14.8%
市盈率	57.68	40.02	36.50	25.60	18.05

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 公司简介 .....	4
2. 事件概述 .....	6
3. 分析判断 .....	6
4. 投资建议 .....	7
5. 风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1 2018-23 年 Q1 公司收入和归母净利润变化 .....	4
图 2 2018-22 年公司收入结构（按产品） .....	4
图 3 英华特各应用品类单价 .....	5
图 4 英华特各应用品类毛利率 .....	5
图 5 可比公司估值表 .....	7

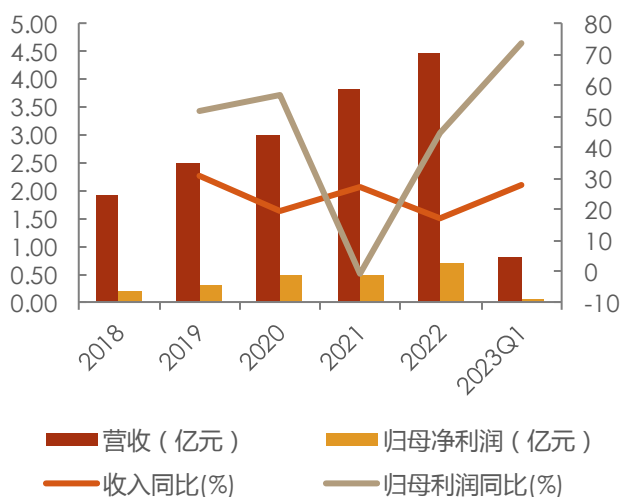
## 1. 公司简介

公司成立于2011年11月，根据招股书（2023年3月31日），公司于2013年6月实现涡旋压缩机量产，是国内第一家实现批量生产并向市场持续稳定供货的内资涡旋压缩机企业，是国内出货量最大的制冷涡旋压缩机国产品牌厂商。

**受益国产替代趋势，公司业绩成长性较强。**收入端，公司2022年实现营业收入4.48亿元，同比增长17%，2018-2022年收入CAGR为24%，根据招股书，我们认为主因受益国产替代趋势下，公司积极差异化布局细分市场，具有一定先发和技术优势。利润端，2022年实现归母净利润0.7亿元，同比增长45%，2018-2022年归母净利润CAGR为35%，利润增速快于收入，根据招股书，主因公司规模效应、成本优化和结构调整。其中，2021年利润波动主因原材料价格波动等因素影响。

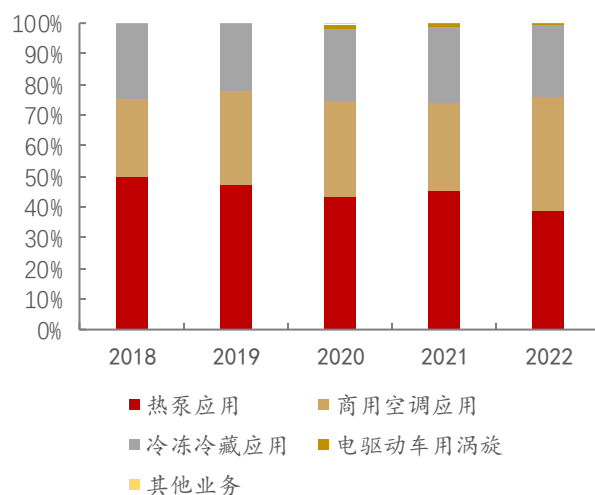
**收入结构上，热泵应用占比较高，商用空调应用增速最快。**公司热泵领域压缩机产品收入占比在39-50%，主因公司实行差异化的市场战略，初期重点开拓市场潜力较大、外资品牌关注相对较少的热泵等应用市场。随着公司市场知名度的影响，产品应用场景逐渐向商用空调应用扩展。2018-2022年，热泵、商用空调和冷冻冷藏应用产品的收入CAGR分别为16%、36%和22%

图1 2018-23年Q1公司收入和归母净利润变化



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图2 2018-22年公司收入结构（按产品）



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

公司主营产品为涡旋压缩机，目前产品线涵盖热泵、商用空调、冷冻冷藏、电驱动车用涡旋四个应用机型。在盈利能力上，公司三大主要应用产品呈现“冷冻冷藏应用毛利率相对较高，热泵应用毛利率居中，商用空调应用毛利率相对较低”的特点。其中：

(1) 冷冻冷藏应用盈利最强、单价最高，主因冷冻冷藏市场下游分散，产品呈现定制化特点，产品供给方较少（日系较少涉及）。

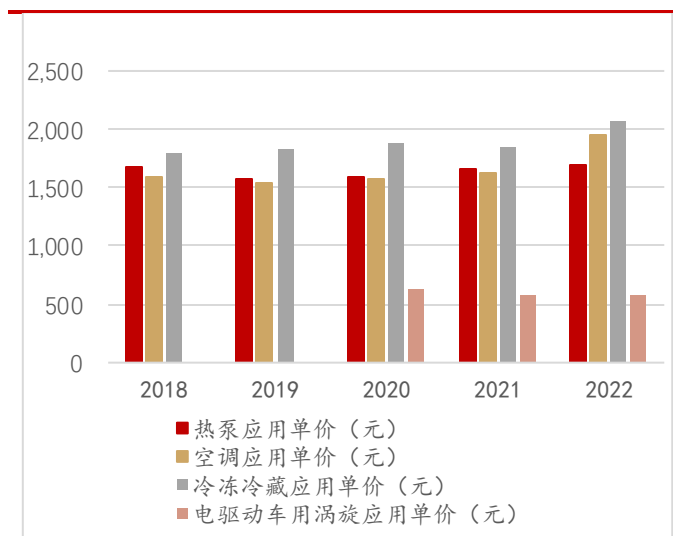
(2) 商空应用盈利较低，主因产品成熟、同质化明显，品牌方相对强势，市场竞争充分，公司采取高性价比策略切入。

表 1 公司产品布局

名称	产品名称	典型应用领域	22 年收入占比
热泵应用	北方采暖专用涡旋压缩机	寒冷地区采暖	38.62%
	热泵热水专用涡旋压缩机	寒冷地区学校、医院、酒店等公共区域热水供应	
	高温烘干专用涡旋压缩机	谷物、果实、烟草、污泥、化工等烘干	
商用空调应用	商业空调	1、轻商商用(>3HP 单元机、<40HP 水机) 2、大型冷水机组 3、工业空调(粮仓空调、行车空调、机房空调、驻车空调等)	37.5%
冷冻冷藏应用	中温冷藏	商用制冷:1、商用冷柜(制冷陈列柜、饮料柜、酒柜、医用冷柜等) 2、冷库(肉类库、水产库、果蔬库等) 3、冷藏车、冷链物流车辆等	23.21%
	低温冷冻(带喷气增焐)		
	低温冷冻(带喷液)	工业制冷:1、食品加工(压缩机组、速冻设备、工业制冰设备) 2、石油化工(冷水机组、冷凝机组) 3、特殊应用	
电驱动车用涡旋应用	驻车制冷制热	电驱动驻车环境下制冷制热	0.67%

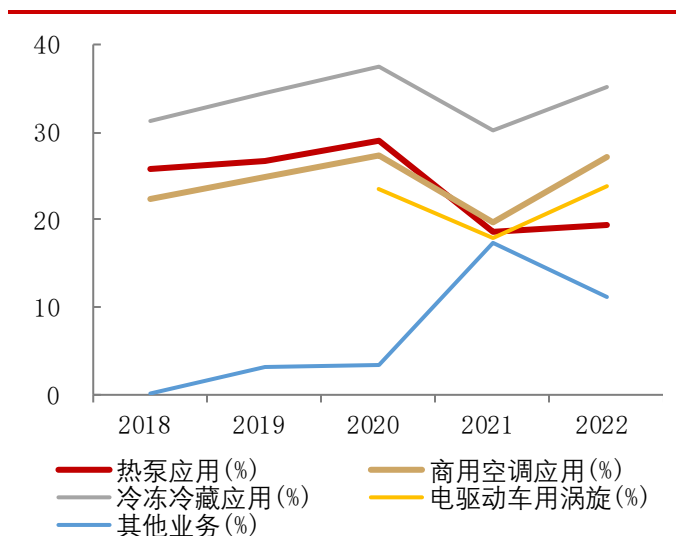
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 英华特各应用品类单价



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 英华特各应用品类毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 事件概述

23H1：营业收入 2.54 亿元（YOY+35%），归母净利润 0.38 亿元（YOY+70%），扣非归母净利润 0.37 亿元（YOY+74%）。

23Q2：营业收入 1.73 亿元（YOY+38%），归母净利润 0.30 亿元（YOY+70%），扣非归母净利润 0.30 亿元（YOY+71%）。

## 3. 分析判断

### ►收入：商用空调、冷藏冷冻驱动增长

#### 23H1 分产品应用看：

（1）热泵应用：H1 实现收入 0.87 亿元（YOY+8.40%）。

（2）商用空调应用：H1 实现收入 0.95 亿元（YOY+51%）。根据公司招股书（2023 年 7 月 10 日），在我们认为主因 2020 年公司积极开拓欧博空调、长虹空调等新客户，随着公司与商用空调新客户的持续开发，未来公司在商用空调领域的市场份额有望持续提升。

（3）冷藏冷冻应用：H1 实现收入 0.65 亿元（YOY+47%）。

#### 23H1 分地区看：

境内：收入 1.62 亿元（YOY+12%）

境外：收入 0.92 亿元（YOY+111%）

### ►盈利：盈利能力稳定提升

（1）23H1：公司毛利率实现 28.8%（YOY+7.6pct），公司归母净利率实现 15%（YOY+3.3pct），扣非净利率实现 14.6%（YOY+3.4pct）；

（2）23Q2：公司毛利率实现 30.1%（YOY+8.4pct），公司归母净利率实现 17.3%（YOY+2.9pct），扣非净利率实现 17.4%（YOY+2.9pct）；

#### （3）H1 分业务：

1) 热泵应用：H1 实现毛利率 20.5%（YOY+2.9pct）。

2) 商用空调应用：H1 实现毛利率 29.7%（YOY+8.4pct）。

3) 冷藏冷冻应用：H1 实现毛利率 38.8%（YOY+7.0pct）。

我们预计盈利提升主因高毛利率的高匹数产品占比提升。

#### （4）费用率：

H1：销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.2%、4.3%、4.7%、0%，同比 +0.5、+1.7、+1.0、+1.1pct，

Q2：销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.9%、3.5%、4.1%、-0.6%，同比 +1.3、+2.0、+0.8、+1.0pct；

公司销售费用的增加主要系市场推广费、差旅费、人员费用增加，研发费用的增长主要系公司持续加大科研投入。

## 4. 投资建议

公司掌握了涡旋压缩机的核心技术，是国内出货量最大的制冷涡旋压缩机国产品牌厂商。公司对行业具有深刻的理解和认识、具有柔性生产能力和对客户需求快速的响应能力。公司产品在能效、运行范围和可靠性等多个关键产品指标上具有先进性。在经过长达 10 年的经营后，公司的口碑也逐渐建立并且得到国内外客户的认可。

分业务看：

(1) 热泵应用：随着节能减排需求和低温预制需求增加，热泵市场需求加速释放，我们预计公司热泵业务稳步增长。我们预计 23-25 年热泵应用收入增速分别为 +28%/+26%/+22%；预计毛利率分别为 22%/24%/25%。

(2) 商用空调应用：双碳目标下，高效能的制冷空调设备需求逐步释放。近年来公司品牌影响力提升，市占率稳步增加，同时公司积极开拓知名商用空调品牌，商用空调业务有望保持高速增长。我们预计 23-25 年商用空调应用收入增速分别为 +48%/+43%/+40%；预计毛利率分别为 30%/29%/29%。

(3) 冷藏冷冻应用：下游市场消费转型升级，饮料和乳制品市场规模的提高驱动商用冷藏柜设备增长，冷冻冷藏市场存在广阔市场需求，预计公司营收规模将进一步扩大。我们预计 23-25 年冷冻冷藏应用收入增长分别为 +38%/+33%/+31%；预计毛利率分别为 37%/37%/37%。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 6.19/8.56/11.82 亿元，同比分别 +38%/+38%/+38%。预计 23-25 年归母净利润分别为 1.03/1.46/2.08 亿元，同比分别 +46%/+43%/+42%，相应 EPS 分别为 1.75/2.50/3.55 元。以 23 年 8 月 25 日收盘价 64.03 元计算，对应 PE 分别为 37/26/18 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 19 倍，考虑到公司是内资中少数实现涡旋压缩机量产标的，国产替代空间大，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 5 可比公司估值表

股票代码	公司	股价（元）	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002158. SZ	汉钟精机	23.93	1.46	1.81	2.19	16.35	13.19	10.93
300257. SZ	开山股份	13.31	0.58	0.79	0.93	22.85	16.87	14.25
301028. SZ	东亚机械	9.72	0.54	0.68	0.85	17.87	14.23	11.40
	平均值					19.02	14.76	12.20
603187. SH	英华特	17.38	1.75	2.50	3.55	36.50	25.60	18.05

资料来源：Wind，华西证券研究所，数据截至 2023 年 8 月 25 日；注：可比公司盈利预测均为 Wind 一致预测；

## 5.风险提示

下游行业需求波动、行业竞争加剧、原材料价格波动、经营业绩波动风险、未来营业收入增速放缓风险、经销商管理风险、应收账款发生坏账的风险和应收账款周转率下降的风险、业务规模扩张带来的管理和内控风险、汇率波动等。

## 财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	448	619	856	1,182	净利润	70	113	166	208
YoY (%)	17.0%	38.0%	38.4%	38.1%	折旧和摊销	11	28	51	71
营业成本	332	441	608	838	营运资金变动	-30	9	61	58
营业税金及附加	2	2	3	5	经营活动现金流	46	146	271	338
销售费用	11	15	20	27	资本开支	-52	-240	-240	-240
管理费用	14	19	23	32	投资	-7	0	0	0
财务费用	-4	1	1	1	投资活动现金流	-56	-240	-236	-245
研发费用	15	22	27	37	股权募资	0	656	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	18	0	0	0
投资收益	2	5	9	0	筹资活动现金流	-5	655	-1	-1
营业利润	81	130	191	241	现金净流量	-13	559	36	93
营业外收支	0	0	0	0	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	81	129	191	241	成长能力				
所得税	11	17	25	34	营业收入增长率	17.0%	38.0%	38.4%	38.1%
净利润	70	113	166	208	净利润增长率	44.5%	45.9%	42.6%	41.8%
归属于母公司净利润	70	103	146	208	盈利能力				
YoY (%)	44.5%	45.9%	42.6%	41.8%	毛利率	25.9%	28.7%	28.9%	29.1%
每股收益	1.60	1.75	2.50	3.55	净利率	15.7%	16.6%	17.1%	17.6%
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	14.4%	8.0%	9.7%	10.8%
货币资金	87	646	682	775	净资产收益率 ROE	24.7%	9.9%	12.3%	14.8%
预付款项	2	2	8	0	偿债能力				
存货	84	112	54	249	流动比率	2.06	4.98	3.90	2.62
其他流动资产	151	137	186	153	速动比率	1.47	4.32	3.62	2.05
流动资产合计	324	897	931	1,177	现金比率	0.55	3.59	2.86	1.72
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	41.9%	17.8%	19.0%	25.8%
固定资产	83	254	404	533	经营效率				
无形资产	10	10	10	10	总资产周转率	0.99	0.70	0.61	0.69
非流动资产合计	166	382	577	751	每股指标（元）				
资产合计	490	1,279	1,507	1,928	每股收益	1.60	1.75	2.50	3.55
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	6.48	17.80	20.35	23.93
应付账款及票据	119	158	184	361	每股经营现金流	1.06	2.50	4.63	5.77
其他流动负债	38	22	55	89	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	158	180	238	450	估值分析				
长期借款	24	24	24	24	PE	40.02	36.50	25.60	18.05
其他长期负债	24	24	24	24	PB	0.00	3.60	3.15	2.68
非流动负债合计	48	48	48	48					
负债合计	206	228	286	498					
股本	44	59	59	59					
少数股东权益	0	10	30	30					
股东权益合计	284	1,052	1,221	1,430					
负债和股东权益合计	490	1,279	1,507	1,928					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**陈玉卢：**家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

**喇睿萌：**家电行业研究助理，2023年3月加入华西证券，此前就职于中泰证券、东兴证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。