

申菱环境 (301018.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

新能源业务逐步批量交付，增量可期

业绩简评

- 8月29日晚间公司披露23年半年报。公司1H23实现营收11.5亿元，同比+6.3%；实现归母净利润0.9亿元，同比-15.6%。剔除旧厂拆除损失、股权激励产生的股份支付计提费用后，归母净利润同比+25.2%。

经营分析

- 新能源业务驱动工业板块业绩高增。1H23公司工业板块营收同比+51.3%。随着前期开拓的新能源业务（含光伏、风电、储能、锂电池制造、新能源汽车等行业场景）逐步进入批量交付阶段，1H23实现营收1.75亿元，同比增长23.7倍。4M23定增扩产方案落地，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。
- 数据服务板块稳步增长，特种板块暂受交付节奏影响。行业需求触底复苏，叠加液冷产品的持续渗透，1H23数据服务板块营收同比+13.5%，往后看液冷定增产能有望明年释放；特种板块1H23营收同比-35.2%，主因交付节奏和确认收入进度较慢所致。
- 结构转变促盈利水平提升。随着高价值量液冷产品与新能源业务的营收占比提升，公司综合毛利率继续提升至28.99%（同比+1.7pct）。

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2.6/3.7/5.2亿元，EPS分别为0.97/1.39/1.95元，对应PE分别为28倍、19倍和14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。

国金证券研究所

分析师：许隽逸（执业S1130519040001）

xujunyi@gjzq.com.cn

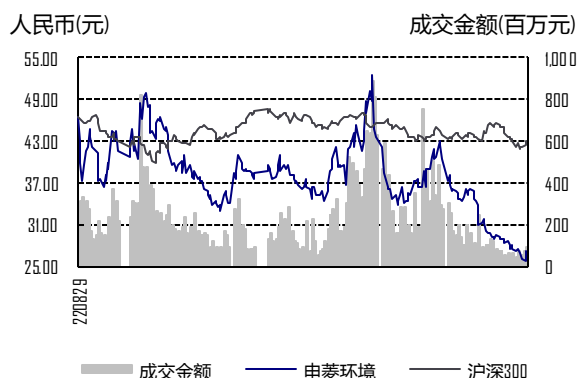
联系人：张君昊

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

市价（人民币）：27.17元

相关报告：

- 《申菱环境公司点评：Q4拖累全年业绩，场景开拓成果初现》，2023.4.28
- 《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	3,317	4,309	5,700
营业收入增长率	22.55%	23.53%	49.35%	29.89%	32.28%
归母净利润(百万元)	140	166	259	371	519
归母净利润增长率	12.61%	18.49%	55.49%	43.52%	39.77%
摊薄每股收益(元)	0.585	0.693	0.972	1.395	1.950
每股经营性现金流净额	0.16	0.26	0.21	0.64	0.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.74%	10.48%	10.02%	12.81%	15.45%
P/E	45.29	39.22	27.95	19.47	13.93
P/B	4.41	4.11	2.80	2.50	2.15

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	3,317	4,309	5,700
增长率		22.6%	23.5%	49.4%	29.9%	32.3%
主营业务成本	-1,020	-1,300	-1,604	-2,366	-3,054	-4,002
%销售收入	69.5%	72.3%	72.2%	71.3%	70.9%	70.2%
毛利	448	498	617	951	1,255	1,698
%销售收入	30.5%	27.7%	27.8%	28.7%	29.1%	29.8%
营业税金及附加	-9	-9	-15	-23	-30	-40
%销售收入	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-124	-142	-168	-232	-302	-399
%销售收入	8.4%	7.9%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用	-98	-103	-149	-226	-293	-388
%销售收入	6.7%	5.7%	6.7%	6.8%	6.8%	6.8%
研发费用	-62	-76	-97	-146	-190	-251
%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	324	441	621
%销售收入	10.6%	9.3%	8.4%	9.8%	10.2%	10.9%
财务费用	-14	-11	-15	-21	-29	-47
%销售收入	0.9%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%
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	310	411	574
营业利润率	9.6%	9.0%	8.3%	9.3%	9.5%	10.1%
营业外收支	-1	-5	-3	-22	0	0
税前利润	139	157	181	288	411	574
利润率	9.5%	8.7%	8.1%	8.7%	9.5%	10.1%
所得税	-18	-15	-11	-26	-37	-52
所得税率	12.9%	9.2%	6.3%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	121	143	169	262	374	522
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	259	371	519
净利率	8.5%	7.8%	7.5%	7.8%	8.6%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	121	143	169	262	374	522
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	48	36	56
营运资金变动	22	-155	-195	-355	-391	-505
经营活动现金净流	196	38	62	56	170	256
资本开支	-312	-367	-206	-591	-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	-591	-612	-412
股权募资	0	443	0	788	0	0
债权募资	269	-92	178	-141	619	392
其他	-57	-63	-90	-79	-92	-114
筹资活动现金净流	212	288	88	568	528	278
现金净流量	96	-39	-55	33	86	121

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	338	296	262	292	376	495
应收款项	709	842	1,152	1,481	1,924	2,545
存货	439	628	586	843	1,088	1,425
其他流动资产	170	230	232	346	447	588
流动资产	1,656	1,996	2,233	2,961	3,834	5,053
%总资产	64.8%	61.7%	61.7%	61.5%	62.3%	66.5%
长期投资	0	1	0	0	0	0
固定资产	718	1,027	1,162	1,615	2,068	2,291
%总资产	28.1%	31.8%	32.1%	33.5%	33.6%	30.1%
无形资产	154	152	162	171	179	187
非流动资产	898	1,238	1,386	1,855	2,315	2,546
%总资产	35.2%	38.3%	38.3%	38.5%	37.7%	33.5%
资产总计	2,554	3,235	3,619	4,816	6,149	7,599
短期借款	345	285	282	102	722	1,114
应付款项	539	633	769	969	1,250	1,639
其他流动负债	317	396	312	455	571	779
流动负债	1,202	1,315	1,363	1,526	2,543	3,531
长期贷款	284	275	441	486	486	486
其他长期负债	177	200	220	211	209	207
负债	1,663	1,791	2,024	2,223	3,238	4,223
普通股股东权益	890	1,440	1,586	2,580	2,896	3,356
其中：股本	180	240	240	265	265	265
未分配利润	329	422	530	735	1,051	1,511
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	4,816	6,149	7,599

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.692	0.585	0.693	0.972	1.395	1.950
每股净资产	4.945	6.000	6.610	9.703	10.889	12.620
每股经营现金净流	1.087	0.158	0.259	0.211	0.643	0.966
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%	10.02%	12.81%	15.45%
总资产收益率	4.88%	4.34%	4.59%	5.37%	6.03%	6.82%
投入资本收益率	8.88%	7.57%	7.55%	9.26%	9.73%	11.35%
增长率						
主营业务收入增长率	8.03%	22.55%	23.53%	49.35%	29.89%	32.28%
EBIT增长率	20.05%	7.86%	11.87%	73.20%	35.95%	40.95%
净利润增长率	22.78%	12.61%	18.49%	55.49%	43.52%	39.77%
总资产增长率	30.66%	26.63%	11.89%	33.06%	27.69%	23.57%
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	112.0	112.0	112.0
固定资产周转天数	66.3	54.5	144.8	174.3	164.1	131.9
偿债能力						
净负债/股东权益	32.69%	18.34%	28.87%	11.41%	28.56%	32.71%
EBIT利息保障倍数	11.2	15.0	12.2	15.6	15.1	13.2
资产负债率	65.10%	55.36%	55.92%	46.16%	52.65%	55.58%

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
2	2023-04-28	买入	45.11	N/A

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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806