

# 英维克 (002837.SZ)

## “碳中和”最佳助攻，云、储能、5G 共促高景气

**首次覆盖，给予“买入”评级。**市场低估了“碳达峰、碳中和”对于5G、IDC、储能的技术变革影响。通信行业虽然与光伏、新能源等“碳中和”核心行业有较大不同，但基站、IDC机房一直是近年来的能耗大户，随着碳达峰目标的提出，对于基站和IDC节能减排的需求将会进一步凸显，从而带动其电源、温控等系统的改造升级。间接蒸发冷却、液冷等技术有望加速导入，公司作为精密温控节能设备龙头厂商，引领技术变革，有望率先受益。

**精密温控龙头，受益于云+储能+5G三重周期共振，进入高速成长期。**公司主要为机房（2019年收入占比47%）、机柜（28%）、轨交（15%）、新能源车（7%）等提供温控节能方案。

(1) 因云计算、互联网业务快速发展，2020年巨头们开展IDC“军备竞赛”，从投建节奏和能效要求提升来看，IDC配套设备需求有望在近2年持续结构性高景气。

(2) 随着新能源装机量激增，对于储能的需求迅速提升。公司的储能温控系统解决方案专为储能电站内的电池散热量身定制，随着下游需求放量将成为业绩重要增长点。目前储能客户包括比亚迪、宁德时代、海博思创、平高储能、科陆、阳光电源等。

(3) 虽然20H2-21Q1受国内运营商集采节奏影响，基站配套设备需求放缓，但随着21Q2-Q3运营商集采提速，行业景气度有望延续。此外5G建设还带来了BBU池相关的新解决方案需求，公司发挥技术创新优势已推出相关产品。

**前瞻布局电子散热，构建散热全链条，液冷有望打开长期成长空间。**公司核心高管多来自华为电气、艾默生等公司，技术底蕴深厚，对于行业发展趋势有较深理解。公司近年来前瞻布局电子散热，2019年开始加大投入，已推出相关产品。电子散热是热源侧的传导和散热环节，未来将和公司的机柜温控、机房温控一起构建完整的散热全链条。随着单机柜热密度持续提高，未来传统的风冷散热方案将难以满足需求，在热源侧引入液冷方案将有效实现高效散热、节能减排，为实现“碳达峰”提供高效助攻。

**并购科泰拓展轨交、新能源车等应用场景，复用技术平台协同效应显著。**公司2018年收购上海科泰，科泰在新能源车用空调、轨道交通列车空调等领域的产品、渠道和客户资源积累深厚。公司收购科泰，实现了在技术研发、供应链管理等多方面的协同效应，对公司长远发展影响积极。上海科泰并表以来经营情况良好，已实现2018-2019年业绩承诺。随着轨交投资上行、新能源车渗透率提升，该块业务将成为公司业绩新增长点。

**投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预测公司2020-2022年归母净利润分别为1.8/2.5/3.2亿元，分别增长13%/36%/30%，对应当前PE为33/24/19X。考虑到公司的龙头地位和下游需求高成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**5G、IDC项目进度不达预期；市场竞争加剧。

| 财务指标         | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 1,070 | 1,338 | 1,714 | 2,246 | 2,953 |
| 增长率 yoy (%)  | 36.0  | 25.0  | 28.1  | 31.0  | 31.5  |
| 归母净利润(百万元)   | 108   | 160   | 181   | 247   | 322   |
| 增长率 yoy (%)  | 25.9  | 48.5  | 13.3  | 36.2  | 30.1  |
| EPS最新摊薄(元/股) | 0.33  | 0.50  | 0.56  | 0.77  | 1.00  |
| 净资产收益率(%)    | 10.0  | 12.6  | 13.2  | 15.7  | 17.5  |
| P/E(倍)       | 55.5  | 37.4  | 33.0  | 24.2  | 18.6  |
| P/B(倍)       | 5.5   | 4.8   | 4.3   | 3.8   | 3.3   |

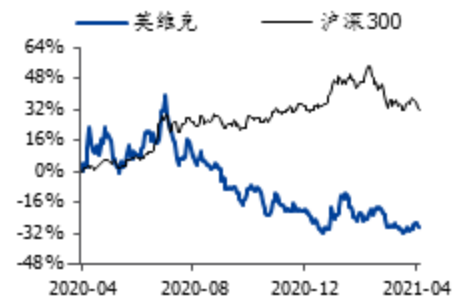
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月16日收盘价

### 买入 (首次)

#### 股票信息

|               |          |
|---------------|----------|
| 行业            | 专用设备     |
| 04月16日收盘价     | 18.56    |
| 总市值(百万元)      | 5,980.70 |
| 总股本(百万股)      | 322.24   |
| 其中自由流通股(%)    | 73.37    |
| 30日日均成交量(百万股) | 0.91     |

#### 股价走势



#### 作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjiaji@gszq.com

分析师 丁劲

执业证书编号：S0680520080006

邮箱：dingjing@gszq.com

#### 相关研究



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1401  | 1667  | 2072  | 2607  | 3317  |
| 现金             | 341   | 452   | 579   | 759   | 998   |
| 应收票据及应收账款      | 712   | 659   | 831   | 1040  | 1322  |
| 其他应收款          | 34    | 17    | 48    | 37    | 75    |
| 预付账款           | 19    | 14    | 28    | 27    | 46    |
| 存货             | 211   | 315   | 375   | 534   | 667   |
| 其他流动资产         | 84    | 210   | 210   | 210   | 210   |
| <b>非流动资产</b>   | 750   | 681   | 707   | 737   | 775   |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 69    | 219   | 248   | 281   | 321   |
| 无形资产           | 22    | 17    | 16    | 15    | 14    |
| 其他非流动资产        | 659   | 445   | 443   | 441   | 440   |
| <b>资产总计</b>    | 2151  | 2348  | 2778  | 3344  | 4092  |
| <b>流动负债</b>    | 1035  | 1074  | 1371  | 1737  | 2226  |
| 短期借款           | 403   | 383   | 406   | 574   | 632   |
| 应付票据及应付账款      | 418   | 522   | 712   | 913   | 1233  |
| 其他流动负债         | 214   | 169   | 253   | 251   | 362   |
| <b>非流动负债</b>   | 34    | 29    | 29    | 29    | 29    |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 34    | 29    | 29    | 29    | 29    |
| <b>负债合计</b>    | 1069  | 1103  | 1400  | 1767  | 2256  |
| 少数股东权益         | 1     | 1     | 2     | 4     | 4     |
| 股本             | 215   | 215   | 322   | 322   | 322   |
| 资本公积           | 543   | 549   | 442   | 442   | 442   |
| 留存收益           | 378   | 502   | 636   | 821   | 1051  |
| 归属母公司股东权益      | 1080  | 1244  | 1376  | 1574  | 1833  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2151  | 2348  | 2778  | 3344  | 4092  |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -219  | 313   | 204   | 119   | 311   |
| 净利润            | 108   | 157   | 182   | 248   | 321   |
| 折旧摊销           | 9     | 15    | 20    | 24    | 26    |
| 财务费用           | 3     | 0     | 8     | 10    | 10    |
| 投资损失           | -15   | 0     | -5    | -6    | -6    |
| 营运资金变动         | -379  | 115   | -3    | -157  | -40   |
| 其他经营现金流        | 55    | 25    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -169  | -67   | -41   | -49   | -57   |
| 资本支出           | 142   | 46    | 26    | 30    | 37    |
| 长期投资           | 0     | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | -26   | -22   | -16   | -19   | -20   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 235   | -132  | -41   | -48   | -53   |
| 短期借款           | 298   | -20   | 17    | 10    | 20    |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 12    | 0     | 107   | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 284   | 7     | -107  | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -360  | -118  | -58   | -58   | -73   |
| <b>现金净增加额</b>  | -150  | 115   | 121   | 22    | 202   |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1070  | 1338  | 1714  | 2246  | 2953  |
| 营业成本            | 686   | 867   | 1138  | 1499  | 1979  |
| 营业税金及附加         | 9     | 8     | 12    | 15    | 18    |
| 营业费用            | 124   | 153   | 189   | 247   | 325   |
| 管理费用            | 68    | 74    | 86    | 112   | 148   |
| 研发费用            | 58    | 89    | 114   | 130   | 159   |
| 财务费用            | 3     | 0     | 8     | 10    | 10    |
| 资产减值损失          | 31    | -3    | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 15    | 33    | 33    | 33    | 33    |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 15    | 0     | 5     | 6     | 6     |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 121   | 175   | 204   | 271   | 353   |
| 营业外收入           | 3     | 2     | 2     | 10    | 10    |
| 营业外支出           | 2     | 1     | 2     | 2     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 122   | 177   | 205   | 279   | 361   |
| 所得税             | 13    | 20    | 23    | 31    | 40    |
| <b>净利润</b>      | 108   | 157   | 182   | 248   | 321   |
| 少数股东损益          | 1     | -3    | 1     | 1     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 108   | 160   | 181   | 247   | 322   |
| EBITDA          | 145   | 201   | 234   | 313   | 397   |
| EPS (元/股)       | 0.33  | 0.50  | 0.56  | 0.77  | 1.00  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 36.0  | 25.0  | 28.1  | 31.0  | 31.5  |
| 营业利润 (%)        | 19.4  | 45.0  | 16.8  | 32.6  | 30.2  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 25.9  | 48.5  | 13.3  | 36.2  | 30.1  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 35.9  | 35.1  | 33.6  | 33.2  | 33.0  |
| 净利率 (%)         | 10.1  | 12.0  | 10.6  | 11.0  | 10.9  |
| ROE (%)         | 10.0  | 12.6  | 13.2  | 15.7  | 17.5  |
| ROIC (%)        | 8.1   | 10.1  | 10.6  | 11.9  | 13.3  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 49.7  | 47.0  | 50.4  | 52.8  | 55.1  |
| 净负债比率 (%)       | 7.6   | -4.4  | -11.5 | -10.8 | -19.2 |
| 流动比率            | 1.4   | 1.6   | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| 速动比率            | 1.0   | 1.1   | 1.1   | 1.1   | 1.1   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.8   |
| 应收账款周转率         | 1.8   | 2.0   | 2.3   | 2.4   | 2.5   |
| 应付账款周转率         | 2.0   | 1.8   | 1.8   | 1.8   | 1.8   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.33  | 0.50  | 0.56  | 0.77  | 1.00  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | -0.68 | 0.97  | 0.63  | 0.37  | 0.97  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 3.35  | 3.86  | 4.27  | 4.88  | 5.69  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 55.5  | 37.4  | 33.0  | 24.2  | 18.6  |
| P/B             | 5.5   | 4.8   | 4.3   | 3.8   | 3.3   |
| EV/EBITDA       | 41.8  | 29.4  | 24.8  | 18.5  | 14.1  |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年04月16日收盘价

## 内容目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1. 投资要点.....                     | 4  |
| 2. 公司简介：精密温控领域龙头，信息基建“卖水者”.....  | 5  |
| 3. 机房温控：享云计算高景气，“碳中和”催化技术变革..... | 10 |
| 4. 户外机柜温控：5G周期上行，储能再添高景气.....    | 12 |
| 5. 轨交及新能源：复用技术平台，享新赛道红利.....     | 15 |
| 6. 前瞻布局电子散热，进军液冷，打开长期成长空间.....   | 16 |
| 7. 盈利预测与估值.....                  | 17 |
| 7.1 业绩预测.....                    | 17 |
| 7.2 估值与投资建议.....                 | 18 |
| 8. 风险提示.....                     | 19 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1: 公司发展历程.....                        | 5  |
| 图表 2: 公司董监高持股情况.....                     | 5  |
| 图表 3: 深圳市英维克投资有限公司股权结构.....              | 6  |
| 图表 4: 英维克子公司统计.....                      | 6  |
| 图表 5: 公司业务构成.....                        | 7  |
| 图表 6: 公司 2016-2019 年各项业务收入（单位：百万元）.....  | 7  |
| 图表 7: 公司 2015-2019 年毛利率水平.....           | 8  |
| 图表 8: 公司 2015-2019 年销售/管理/研发费用率.....     | 8  |
| 图表 9: 公司 2015-2019 年归母净利润和同比增速.....      | 9  |
| 图表 10: 疫情期间公司健康空气控制领域产品为抗疫做出贡献.....      | 9  |
| 图表 11: 全球云数据中心流量（单位：ZB）.....             | 10 |
| 图表 12: 2020 年数据中心流量分布预测.....             | 10 |
| 图表 13: 全球云计算市场份额变化.....                  | 10 |
| 图表 14: 典型数据中心机房结构图.....                  | 11 |
| 图表 15: 公司机房温控空调.....                     | 12 |
| 图表 16: Xstorm 系列风墙解决方案.....              | 12 |
| 图表 17: 爱立信预测到 2025 年全球将有 26 亿 5G 用户..... | 13 |
| 图表 18: 5G 基站的基本组成.....                   | 13 |
| 图表 19: 基站温控系列产品.....                     | 14 |
| 图表 20: 公司户外机柜温控节能设备近五年营收及其同比增速（亿元）.....  | 14 |
| 图表 21: 上海科泰的纯电动客车空调.....                 | 15 |
| 图表 22: 上海科泰 2015-2018 年营收及其同比增速.....     | 15 |
| 图表 23: 数据中心机房液冷散热.....                   | 16 |
| 图表 24: 英维克 Xglacier 系列液冷解决方案.....        | 17 |
| 图表 25: 公司未来三年业绩预测（百万元）.....              | 18 |
| 图表 26: A 股可比公司估值（2021 年 4 月 15 日）.....   | 19 |

## 1. 投资要点

### 我们区别于市场的观点:

市场低估了“碳达峰、碳中和”对于 5G、IDC、储能的技术变革影响。通信行业虽然与光伏、新能源等“碳中和”核心行业有较大不同，但基站、IDC 机房一直是近年来的能耗大户，随着碳达峰目标的提出，对于基站和 IDC 节能减排的需求将会进一步凸显，从而带动其电源、温控等系统的改造升级。间接蒸发冷却、液冷等技术有望加速导入，公司作为精密温控节能设备龙头厂商，引领技术变革，有望率先受益。

### 关键假设:

(1) 在云计算、互联网业务快速发展的背景下，2020 年巨头们开展 IDC “军备竞赛”，从投建节奏和能效要求提升来看，IDC 配套设备需求有望在近 2 年持续结构性高景气。

(2) 随着新能源装机量激增，对于储能的需求迅速提升。公司的储能温控系统解决方案专为储能电站内的电池散热量身定制，随着下游需求放量将成为业绩重要增长点。

(3) 20H2-21Q1，受运营商集采节奏影响，5G 基站即配套设备需求较淡。随着 21Q2-Q3 运营商新一轮集采开启，有望带动需求回暖。此外，5G 建设还带来了 BBU 池相关的新解决方案需求，公司发挥技术创新优势已推出相关产品。

(4) “碳中和”、“碳达峰”将促进间接蒸发冷却、液冷等温控节能新技术的导入。公司作为技术变革领导者，有望率先受益，打开长期成长空间。

(5) 并购上海科泰拓展轨交、新能源车等应用场景，复用技术平台协同效应显著。伴随轨交投资上行、新能源车渗透率提升，公司在该领域的布局将成为业绩新增长点。

### 股价上涨的潜在催化因素:

- (1) 公司中标 IDC、5G、储能大单;
- (2) 云资本开支上行;
- (3) 5G 集采提速;
- (4) 新产品推广超预期。

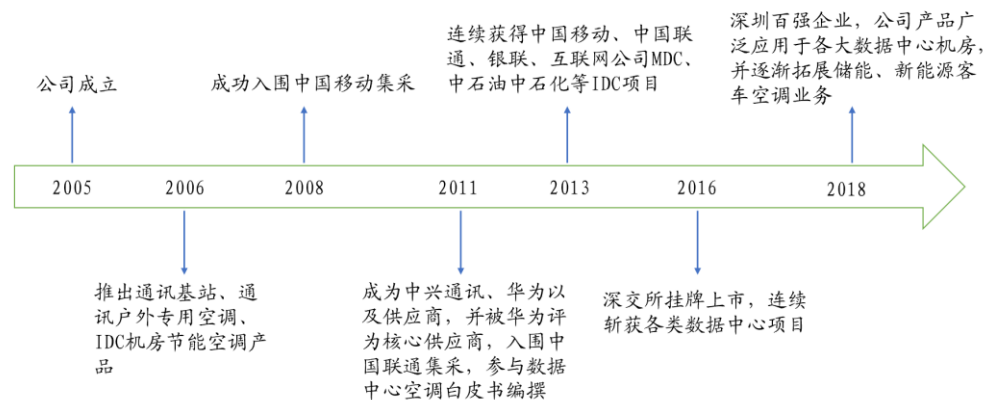
### 风险提示:

- (1) 5G、IDC 项目进度不达预期;
- (2) 市场竞争加剧。

## 2. 公司简介：精密温控领域龙头，信息基建“卖水者”

公司为国内精密温控节能设备的龙头厂商。公司专注于为数据中心、移动通信网络、电网储能、工业自动化、室内健康环境、轨交列车、电动客车、冷链运输等应用提供热管理及环境控制产品和解决方案。客户包括中国移动、中国电信、中国联通、腾讯、阿里巴巴、华为、中兴、国家电网、南方电网、工行、建行、农行、中石化、中石油、中海油、比亚迪、上海地铁、苏州地铁等，以及 Sprint、Vodafone、SoftBank、Ooredoo、SingTel 等跨国运营商。储能领域的客户包括比亚迪、宁德时代、海博思创、平高储能、科陆、阳光电源等。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

核心高管多出自华为电气、艾默生等公司，技术底蕴深厚，对于行业发展趋势有深刻了解。从股权结构来看，董事长齐勇直接和间接持有公司 23.5% 的股权，为公司实际控制人，曾在华为电气、艾默生等大型跨国企业任职多年，具有丰富的企业经营管理经验。副总经理陈川、欧贤华、王铁旺、吴刚、游国波等均曾就职于艾默生或华为电气，产业经验丰富，公司技术底蕴较强。

图表 2: 公司董监高持股情况

| 股东名称         | 持股比例   | 持股数量 (股)   |
|--------------|--------|------------|
| 深圳市英维克投资有限公司 | 26.62% | 85,788,139 |
| 齐勇           | 6.19%  | 19,956,990 |
| 韦立川          | 3.00%  | 9,662,635  |
| 刘军           | 2.29%  | 7,365,052  |
| 陈川           | 2.26%  | 7,291,552  |
| 欧贤华          | 2.13%  | 6,855,952  |
| 王铁旺          | 2.05%  | 6,601,702  |
| 游国波          | 1.98%  | 6,385,345  |
| 冯德树          | 1.89%  | 6,080,151  |
| 吴刚           | 1.87%  | 6,030,952  |
| 方天亮          | 1.57%  | 5,058,257  |

资料来源：Wind，国盛证券研究所



图表 3: 深圳市英维克投资有限公司股权结构

| 股东名称 | 出资额 (万元) | 持股比例   |
|------|----------|--------|
| 齐勇   | 336      | 64.84% |
| 韦立川  | 43       | 8.23%  |
| 吴刚   | 41       | 7.99%  |
| 游国波  | 41       | 7.96%  |
| 欧贤华  | 25       | 4.91%  |
| 冯德树  | 25       | 4.88%  |
| 刘军   | 6        | 1.19%  |
| 合计   | 518      | 100%   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 英维克子公司统计

| 序号 | 子公司名称              | 持股比例 |      | 备注          |
|----|--------------------|------|------|-------------|
|    |                    | 直接   | 间接   |             |
| 1  | 深圳市英维克信息技术有限公司     | 100% |      |             |
| 2  | 苏州英维克温控技术有限公司      | 99%  | 1%   |             |
| 3  | 北京非凡鸿盛科技发展有限公司     | 100% |      |             |
| 4  | 英维克科技(香港)有限公司      | 100% |      |             |
| 5  | 深圳市英维克软件技术有限公司     | 100% |      |             |
| 6  | 北京英维克新能源技术研究院有限公司  | 100% |      |             |
| 7  | 深圳市英维克精机技术有限公司     | 75%  |      |             |
| 8  | 上海科泰运输制冷设备有限公司     | 100% |      |             |
| 9  | 深圳市科泰新能源车用空调技术有限公司 | 51%  | 49%  | 间接持股为上海科泰持有 |
| 10 | 河南科泰运输制冷设备有限公司     |      | 100% | 间接持股为上海科泰持有 |
| 11 | 深圳市英维克健康环境科技有限公司   | 52%  |      |             |
| 12 | 广东英维克技术有限公司        | 100% |      |             |
| 13 | 河北英维克科技有限公司        | 91%  |      |             |
| 14 | 深圳市英维克智能连接技术有限公司   | 55%  |      |             |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司目前已形成了机房温控节能设备、户外机柜温控节能设备、轨道交通列车空调及服务、新能源车用空调四大业务板块。公司的机房温控节能产品主要应用于数据中心、高精度实验室等领域。机柜温控节能产品则针对无线通信基站、储能电站等户外机柜，后逐步拓展了电动汽车充电桩、工业自动化等领域。公司在 2018 年收购上海科泰，为电动客车、轨道交通列车提供空调产品。目前上海科泰已完成 2018-2019 年业绩承诺，业务发展良好。

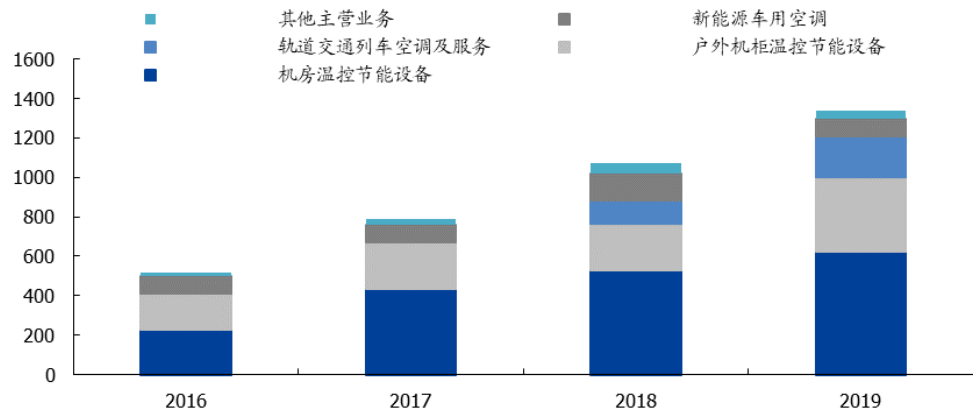
图表 5: 公司业务构成



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

信息基建“卖水者”，机房温控业务贡献公司半壁江山。公司 2019 年实现营收 13.4 亿，同比增长 25%。其中，机房温控节能设备实现营收 6.25 亿，同比增长 18.5%，占总营收的 47%。户外机柜温控节能设备实现营收 3.74 亿，同比增长 56%，占总营收的 28%。轨道交通列车空调及服务实现营收 2.07 亿，同比增长 80%，占总营收的 15%。公司 2020 年前三季度在受到疫情的影响下，仍然实现了 10.63 亿元营收，同比增长 25%，体现了公司业务的韧性和所处行业的高景气度。

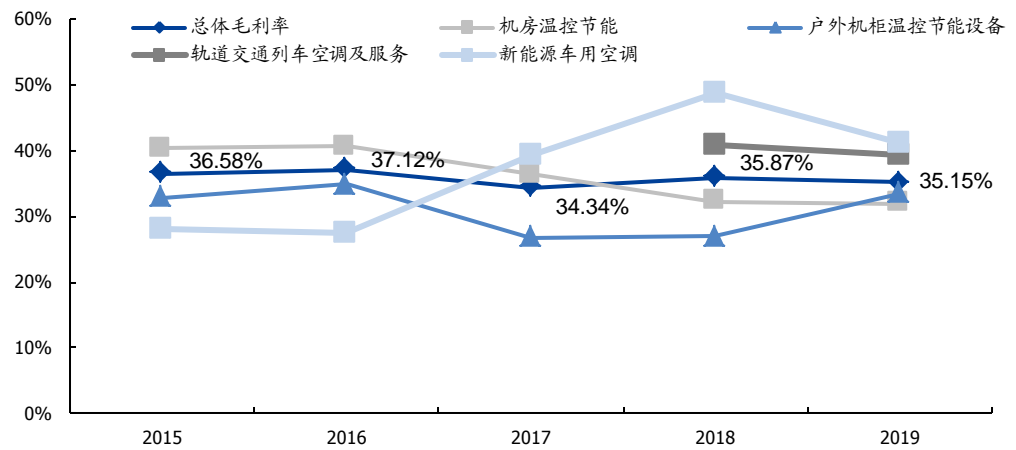
图表 6: 公司 2016-2019 年各项业务收入 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率稳定，突显公司较强的产品实力和成本控制能力。公司近 3 年综合毛利率水平保持在 35% 左右，体现出了公司较强的产品实力和成本控制能力。我们认为随着公司复用技术平台、供应链管理，拓展更多应用场景，规模效应将越加明显，毛利率有望持续保持较好水平。

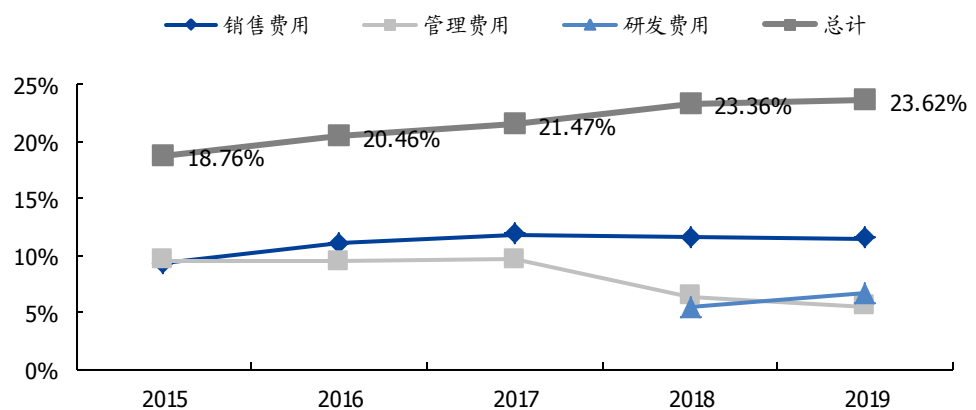
图表 7: 公司 2015-2019 年毛利率水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司费用控制良好,加码研发增强长期竞争力。公司销售、管理、研发费用率总计从 2015 年的 18.8% 上升到 2019 年的 23.6%。从 2019 年报来看,销售费用率约 11%,管理费用率约 5%,研发费用率约 6%。公司作为行业龙头,持续加码研发,有望提升其护城河,增强长期竞争力。

图表 8: 公司 2015-2019 年销售/管理/研发费用率

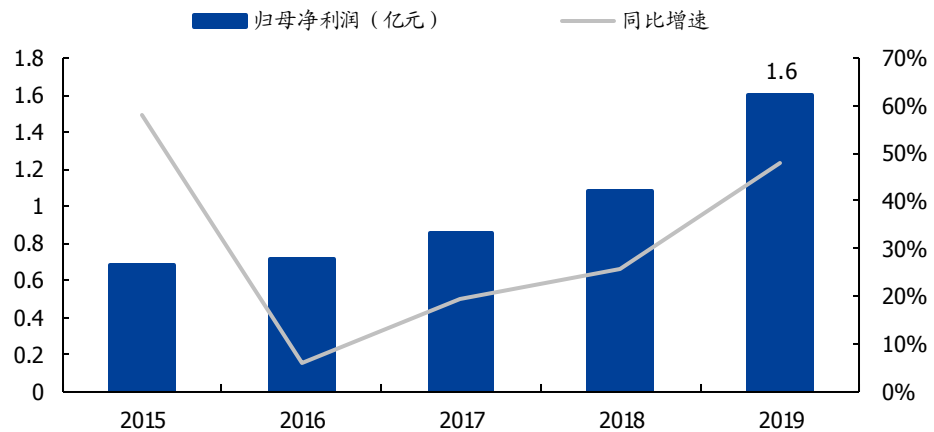


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司经营稳健,归母净利润近五年复合增速达 24%。根据公司 2019 年报,公司实现归母净利润 1.6 亿元,同比增长 49%,近五年复合增速达到 24%。扣非净利润 1.42 亿,同比增长 68%。公司运营水平出色,管理团队专业,根据 Wind 数据,公司已连续 9 年实现营收和利润的双增长,体现了公司的综合实力以及所处行业的良好发展前景。



图表 9: 公司 2015-2019 年归母净利润和同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

依托技术平台, 积极外延探索其他业务领域。除了传统的 ICT 领域, 公司复用其技术平台, 在 ETC 桥架户外柜、电力站点、储能集装箱、工控机柜、实验室、冷藏车温控等领域拓展应用。根据公司公告, 公司正针对电子散热、健康空气环境控制领域进行研发布局投入, 疫情期间, 公司向医院、深圳市教育局捐赠的空气环境机及空气消毒净化机产品发挥了出色的效果。

图表 10: 疫情期间公司健康空气控制领域产品为抗疫做出贡献

**英宝纯**

## 消毒净化硬核派

吸顶式空气消毒净化机 & 移动式空气消毒净化机

|                           |                         |                             |
|---------------------------|-------------------------|-----------------------------|
| <b>99.76 %</b><br>流感病毒去除率 | <b>99.05 %</b><br>细菌灭杀率 | <b>1000 m³/h</b><br>净化CADR值 |
|---------------------------|-------------------------|-----------------------------|

全封闭式设计, 无紫外光泄露, 对病毒、细菌进行持续的灭杀。  
H13级HEPA高效滤网, 深层净化减弱飞沫传播。

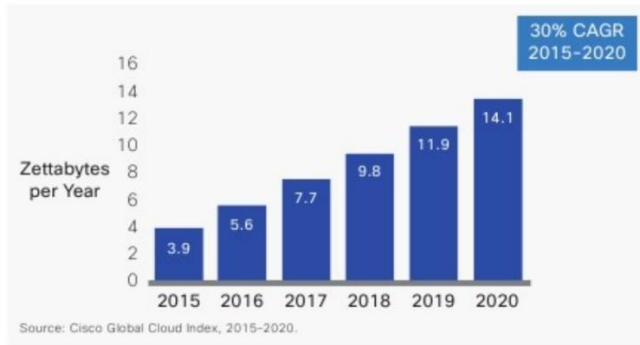
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

从近期公布的 2020 年业绩快报和 2021 年一季度预告来看, 公司 2020 年实现收入 17.1 亿, 同比增长 28%; 归母净利润 1.8 亿, 同比增长 13%。21Q1 归母净利润 2634-3160 万元, 同比增长 150%-200%。主要因为 2020 年上半年疫情导致的当年新增数据中心项目启动延后, 致使大量项目于 2021 年第一、二季度方能完成验收和收入确认; 储能电站相关机柜温控产品、轨交列车空调产品等在 2021 年第一季度均实现高速增长。报告期内综合毛利率、期间费用率均获得改善, 促进了业绩同比高速增长。

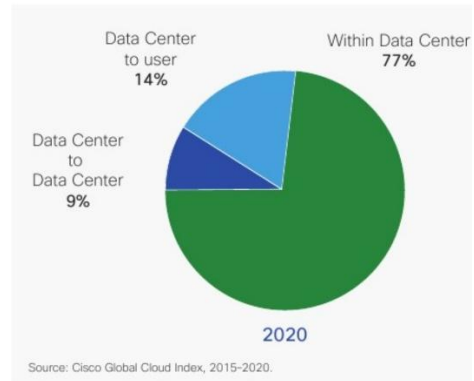
### 3. 机房温控：享云计算高景气，“碳中和”催化技术变革

云计算快速发展,推动全网流量持续增长。近年来云计算取得了令人瞩目的成绩,从2006年亚马逊首次推出云服务,到如今逐渐成长为万亿规模的巨大市场,云计算在为企业和个人提供数字化转型赋能的同时,自身也实现了持续高速增长。据思科预测,到2020年全球云数据中心流量将增长到14.1ZB/年。

图表 11: 全球云数据中心流量 (单位: ZB)



图表 12: 2020年数据中心流量分布预测

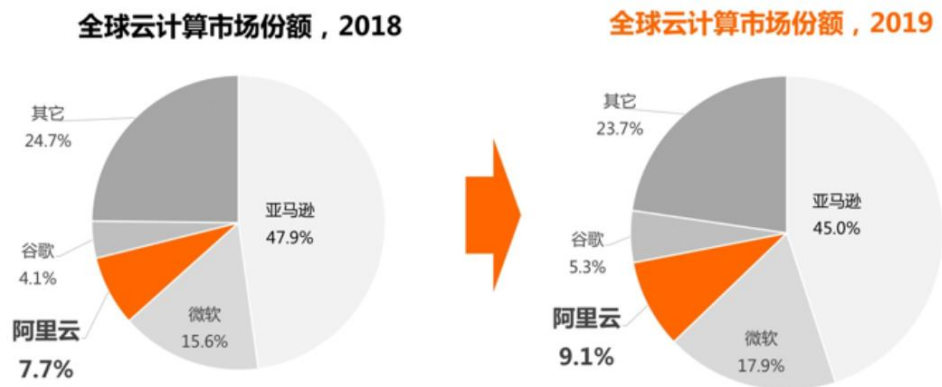


资料来源: Cisco Global Cloud Index, 国盛证券研究所

资料来源: Cisco Global Cloud Index, 国盛证券研究所

亚太等新兴市场增长强劲,中国云厂商崛起,份额持续提升。根据 Gartner 发布的云计算市场 2019 年报告,2019 年全球云计算 IaaS 市场增长 37.3%,规模达到 445 亿美元。亚马逊、微软、阿里云、谷歌市占率位列前四,占据 76%的市场份额,马太效应增强。亚太市场增速高于全球平均,相较 2018 年增长 50%。

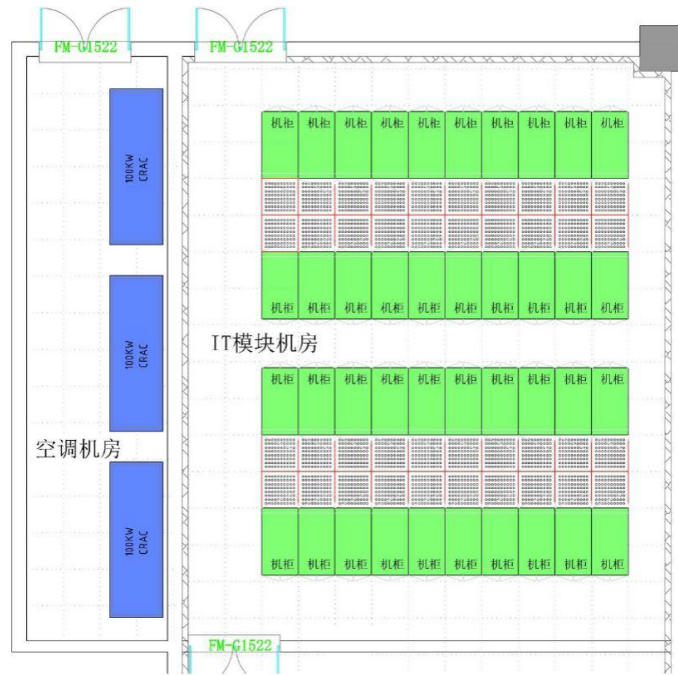
图表 13: 全球云计算市场份额变化



资料来源: Gartner, 国盛证券研究所

精密温控为 IDC 机电重要组成部分,伴云计算高景气度成长。在数据中心的温控系统的重要性十分突出,承担着为 IT 机房进行降温的作用,数据中心中约 20%的电力消耗来自温控。通常情况,根据数据中心的规模,配置 N+1 台空调,预留冗余量。温控对于数据中心机房而言十分重要,一旦出问题严重可导致 IDC 宕机,因此客户对供应商和产品的要求相较于普通家用空调更高。

图表 14: 典型数据中心机房结构图



资料来源: 知网, 国盛证券研究所

**机房温控迎来黄金发展期, 公司加大研发投入储备新技术。**公司机房温控节能产品广泛应用在数据中心、机房级精密实验室等场景, 具备高可靠性, 能够确保机房的温度和湿度, 高效进行温控, 降低机房的 PUE 值。随着中大型数据中心在新建数据中的占比持续提升, 标准化、模块化、快速建设部署、节能减排等行业趋势越发明确, 微模块、间接蒸发冷却等技术顺应客户需求诞生。

**“碳中和”催化新技术导入, 公司作为龙头参与标准制定, 引领行业发展。**间接蒸发冷却空调机组作为一种绿色、高效的新型冷却设备, 对于数据中心的“碳中和, 碳达峰”有巨大的推动作用。为促进和规范间接蒸发冷却空调机组的发展, 在全国冷冻空调设备标准化技术委员会秘书处的组织下, 公司主笔起草了 JB/T《计算机和数据处理机房用间接蒸发冷却空调机组》标准。

公司的 XFlex 间接蒸发冷却机组, 集成蒸发冷却功能的换热器及辅助机械制冷功能, 可根据数据中心和室外环境变化自动运行, 延长自然冷却在数据中心的全年使用时间; 同时自主知识产权高效耐腐蚀换热芯体的创新使用, 相比传统空调方式可以节能 40% 以上, 节水 30-40%, 是实现 PUE 小于 1.25 的市场主流方案之一。

通过流程再造, XFlex 间接蒸发冷却机组产品的安装周期由 5-6 个月缩减至 1-2 个月, 已批量应用在河北、山西、北京、张北、深圳、青海、重庆、仪征等多个数据中心中, 应用数量国内领先优势明显, 充分体现了公司在国内间接蒸发冷却领域的技术实力和领导地位。

公司作为中国数据中心工作组委员、中国制冷学会委员以及中国通信标准化协会委员, 始终投身于前沿技术和产品方案的探索和创新, 并着力推动行业产品方案的标准制定。此前公司已作为主要参编单位发布了《数据中心间接蒸发冷却技术白皮书》, 为多个章节编制提供主要编写及素材工作, 推动数据中心间接蒸发冷却技术的成熟商用。

图表 15: 公司机房温控空调



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

该技术已成功应用于主流客户的大型 IDC, 为大规模推广奠定基石。公司通过多年的研发, 在过去三年逐渐成为国内间接蒸发冷却系统的主流提供商。公司推出的 XStorm 直接蒸发冷却风墙系统和 XFlex 间接蒸发冷却系统, 成功应用于宁夏中卫的美丽云、河北怀来的秦准数据、张北万国数据、张北阿里、腾讯 T-Block 第四代数据中心等项目。近年来蒸发冷却获得越来越多的客户的认可, 同时公司的销售收入占比逐年提高。

图表 16: Xstorm 系列风墙解决方案



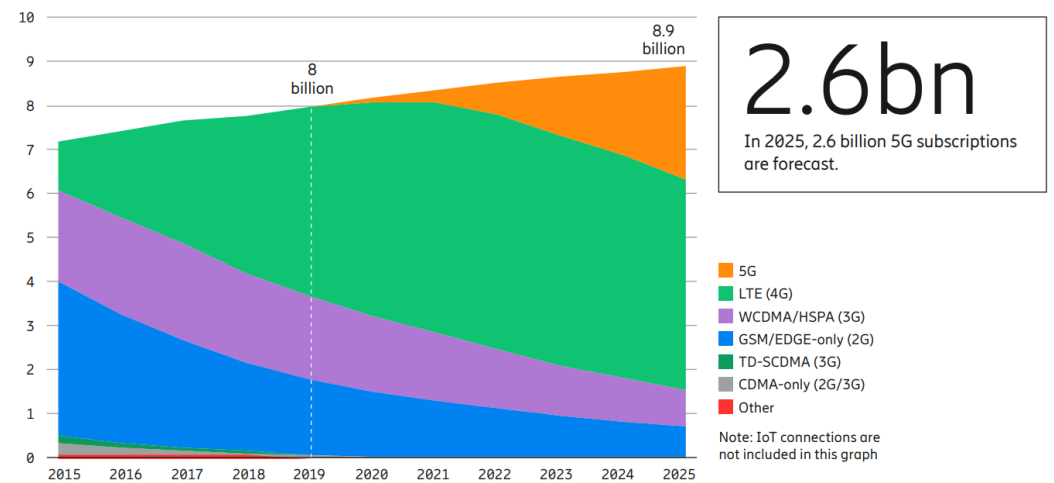
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

#### 4. 户外机柜温控: 5G 周期上行, 储能再添高景气

5G 周期上行, 虽因运营商集采节奏需求有所波动, 但不改向上趋势。目前我国 5G 正式进入大规模部署期, 虽然 20H2-21Q1 因运营商集采节奏调整, 导致电信设备需求有所放缓, 但是不改长期向上趋势。预计随着 21Q2-Q3 运营商集采加速, 需求有望再度回暖。此外, 公司的海外客户因为疫情导致采购有所延后, 随着 2021 年疫情影响逐步退去,

该部分需求有望放量。

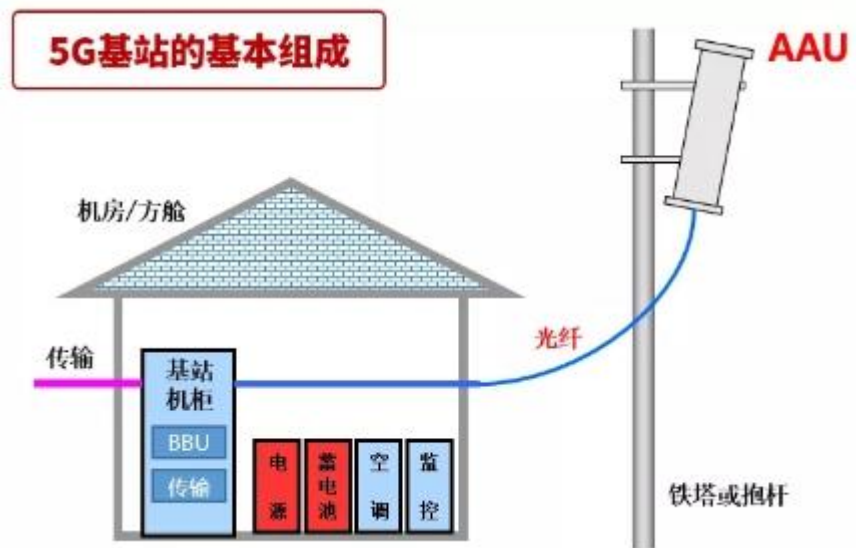
图表 17: 爱立信预测到 2025 年全球将有 26 亿 5G 用户



资料来源: 爱立信, 国盛证券研究所

**5G 时代, 基站和户外柜耗电量增加对于散热提出更高要求, 带动单基站价值量提升。5G 建设还带来了 BBU 池相关的新解决方案需求, 公司发挥技术创新优势已推出相关产品。**

图表 18: 5G 基站的基本组成



资料来源: C114, 国盛证券研究所



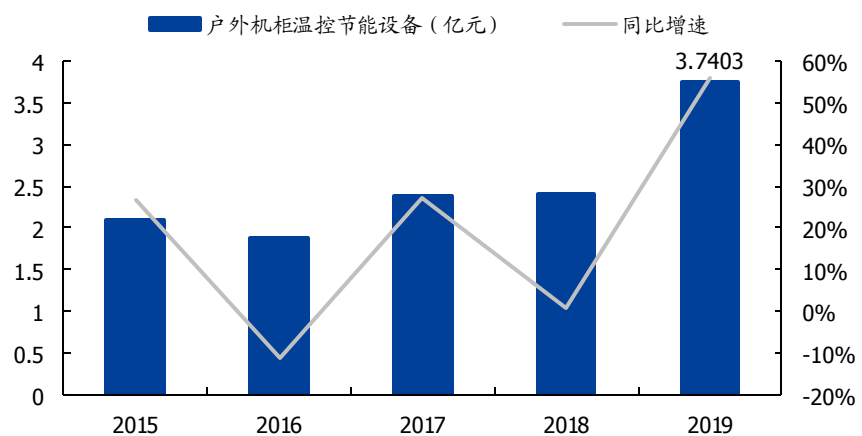
图表 19: 基站温控系列产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

户外机柜温控节能业务已于 2019 年增长提速, 2021 年有望延续增长。根据公司 2019 年报数据, 公司户外机柜温控节能业务实现营收 3.74 亿元, 同比增长 56%。户外机柜温控节能业务受运营商网络建设节奏影响较为明显, 公司该块业务在 2015-2018 年 4 年间基本保持在 2 亿元左右营收规模, 进入到 2019 年后, 随着 5G 建设提速, 运营商资本开支触底回升, 公司户外机柜温控节能业务也迎来周期上行。2021 年根据三大运营商规划, 保守预计我国将新建 60 万 5G 基站, 带动配套设备需求持续上行。

图表 20: 公司户外机柜温控节能设备近五年营收及其同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

随着新能源装机量激增, 对于储能的需求迅速提升, 带动散热设备需求上行, 成为近年重要增长点。公司储能温控系统解决方案专为储能集装箱内电池发热量大的实际情况量身定制, 人性化和专业化的设计、便捷的安装和宽段的冷量功率、精确控制内部设备环境温度湿度等卓越性能, 为新一代储能电站的构建提供强有力的技术支持。

公司储能客户包括比亚迪、宁德时代、海博思创、平高储能、科陆、阳光电源等。目前, 公司储能温控系统已成熟应用在杭州未来科技城储能项目、国家电网三站合一示范项目、平高用户侧集装箱储能项目、南都用户侧集装箱储能项目、韩国电厂集装箱式储能项目、平高昆山电网侧储能项目、华能英国门迪储能项目、比亚迪英国储能项目、江苏镇江电网储能电站工程项目、华润电力(海丰)有限公司科陆 30MW 储能辅助调频项目、长沙电池储能站一期示范工程等国内外众多储能项目中。



## 5. 轨交及新能源：复用技术平台，享新赛道红利

并购科泰拓展轨交、新能源车等应用场景，复用技术平台协同效应显著。公司 2018 年收购上海科泰，科泰在新能源车用空调、轨道交通列车空调等领域的产品、渠道和客户资源积累深厚。公司收购科泰，实现了在技术研发、供应链、市场及服务等方面的协同效应，对公司长远发展影响积极。上海科泰并表以来经营情况良好，已实现 2018-2019 年业绩承诺。随着轨交投资上行、新能源车渗透率提升，该块业务将成为公司业绩新增长点。

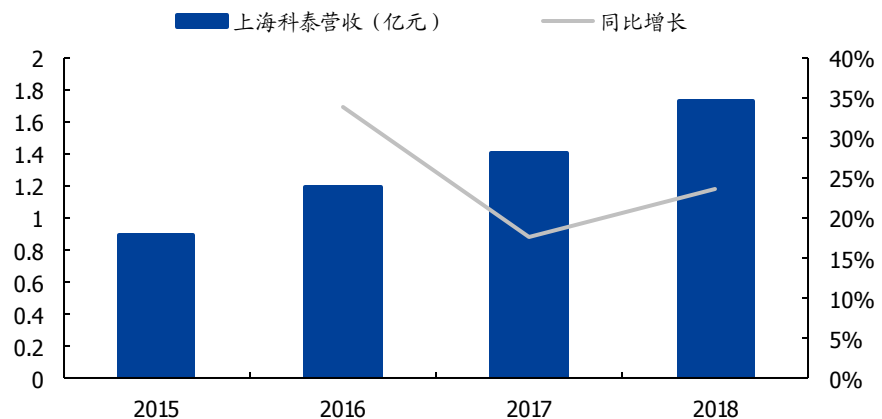
图表 21: 上海科泰的纯电动客车空调



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

地铁列车空调业务实现新突破，积极布局新市场。根据公司 2019 年报，公司地铁列车空调实现收入 2.07 亿元，同比增长 80%，取得优异成绩主要得益于子公司上海科泰在上海地铁、苏州地铁的项目。2019 年底，上海科泰收到无锡地铁、郑州地铁各一条新建线路的中标通知，标志着公司在传统区域市场外实现了新突破。根据公司公告，针对疫情，公司在相关产品进行创新，增加杀菌消毒的功能模块，在新建线路和部分客户的现有线路车辆改造上持续发力。

图表 22: 上海科泰 2015-2018 年营收及其同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 6. 前瞻布局电子散热，进军液冷，打开长期成长空间

**前瞻布局电子散热，构建散热全链条。**根据 wind 公布的公司 2020 年 4 月调研纪要：“1、电子散热也是公司的长期布局，原来在公司的新技术研究院层面跟踪了几年，2019 年开始加大投入，进入产品线层面展开进一步实施；

2、目前主要针对的应用领域是商用侧的设备散热模组，比如：高热服务器、大功率电力电子、无线射频单元等设备的散热；

3、电子散热是热源侧的传导和散热环节，未来将和公司的机柜温控、机房温控一起构建完整的散热全链条，公司希望能从端到端的角度为用户提供性能最优的散热解决方案；

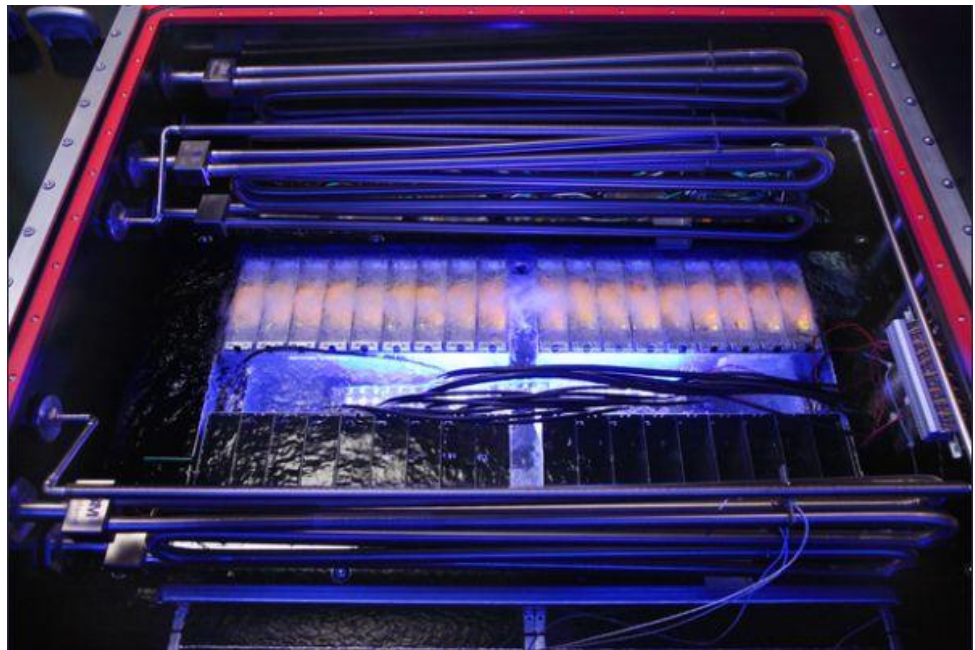
4、公司过去主要局限在产品研发和方案设计上，2019 年加大了在制造、测试等方面的设备投资和人员投入，形成了包括热管、VC、散热模组的首期自有产能；

5、作为一个新业务，未来的拓展还有较大的不确定性，尤其在客户拓展等方面，目前该业务尚处于投入阶段，在公司的营收占比还很小。”

**单机柜功率密度持续提升，液冷技术未来大有可为。**数据中心实现低 PUE，最关键因素就是高效的制冷系统。在当前强调整节能减排大环境下，数据中心冷却技术变革的曙光已现。从海外云厂商来看，谷歌在 2018 年宣布将在数据中心采用液冷技术，并表示今后其数据中心的降温方式将向液冷方向转变，微软、英特尔、IBM、HP 等公司也已经在液冷技术领域布局。

采用液冷方案主要考虑 2 个原因：（1）芯片功耗未来可能大幅上升，特别是 AI 技术的发展，很多 AI 芯片的功耗比传统的 CPU 芯片功耗大数倍，采用传统的风冷方案越来越难满足需求、经济效益较低；（2）降低运行费用，液冷方案可以用液体冷却芯片，减少了换热级数，提升散热效率，温控系统的能耗可以大幅降低。

图表 23: 数据中心机房液冷散热

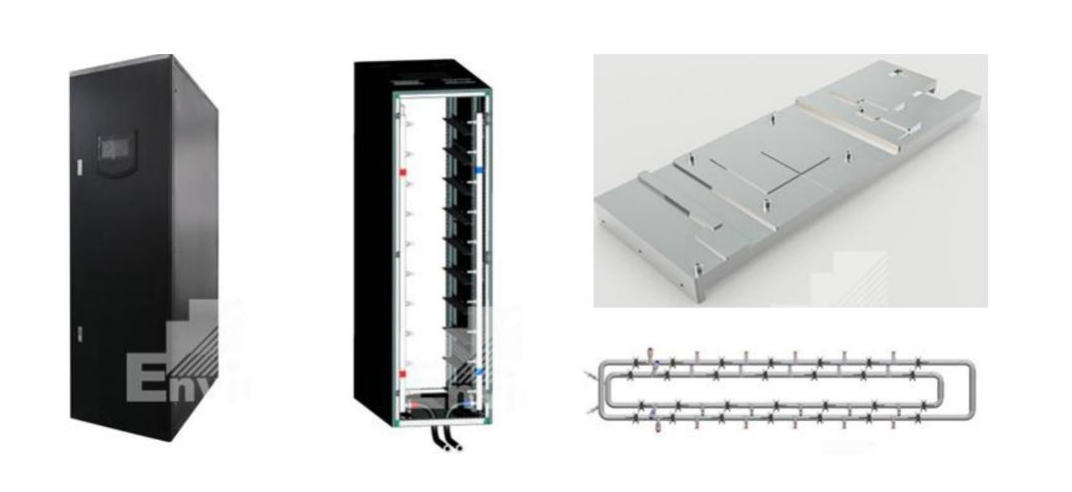


资料来源：C114，国盛证券研究所

液冷技术成熟有待产业链共同推动，公司已携手上下游进行布局。阿里、华为等厂商都推出了其液冷方案，中科曙光、浪潮信息等服务器厂商和以英维克为代表的温控解决方案商都纷纷跟进，推进其商用发展。

公司的 Xglacier 系列服务器液冷解决方案支持冷板式液冷和浸没式液冷双重模式。Xglacier 系列服务器液冷解决方案，集成冷板式液冷技术、高频变频水泵、温水冷却技术，充分利用自然冷源及热回收技术，可根据不同应用场景选择多种部署方式，实现高效部署。集成自动补液装置、漏液监测组件、防凝露控制逻辑等保证设备安全稳定运行。适用场景广泛，可适用于集中式和分布式液冷系统。

图表 24: 英维克 Xglacier 系列液冷解决方案



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

## 7. 盈利预测与估值

### 7.1 业绩预测

营业收入预测：

- 1、机房温控节能设备：该部分业务增长主要驱动力来自于来自于国内 IDC 建设。目前公司和国内头部的 IDC 和云厂商、运营商都保持较为良好的合作关系，受益行业景气度上行，我们预计 2020-2022 年收入增速分别为 33%/35%/35%。
- 2、户外机柜温控节能设备：该部分业务增长驱动力主要来自于 5G 建设+储能需求上行，考虑到国内 5G 建设规划，我们预计 2020-2022 年收入增速分别为 30%/35%/35%。
- 3、轨道交通列车空调及服务：该部分业务增长驱动力主要来源于各地政府加大对于轨道交通的投入，结合公司近期中标情况，我们保守预计 2020-2022 年收入增速分别为 20%/20%/20%。
- 4、新能源车用空调：该部分业务增长主要驱动力来源自新能源车的渗透率提升，我们保守预计 2020-2022 年收入增速分别为 20%/20%/20%。

毛利率预测：

公司近年来经营状况良好，毛利率水平较为稳定，2018年-2020前三季度综合毛利率分别为35.9%/35.1%/34.4%，主要和产品结构有关。根据公司各项业务发展，预计随着大客户放量，部分业务毛利率微降（如下表格所示），我们预测公司2020-2022年综合毛利率分别为33.6%/33.2%/33.0%。

图表 25: 公司未来三年业绩预测 (百万元)

|             | 2018A        | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入        |              |              |              |              |              |
| 总收入         | <b>1070</b>  | <b>1338</b>  | <b>1714</b>  | <b>2246</b>  | <b>2953</b>  |
| 增长率         |              | <b>25%</b>   | <b>28%</b>   | <b>31%</b>   | <b>32%</b>   |
| 机房温控节能产品    | 528          | 625          | 830          | 1120         | 1512         |
| 增长率         |              | 18%          | 33%          | 35%          | 35%          |
| 机柜温控节能产品    | 240          | 374          | 486          | 656          | 886          |
| 增长率         |              | 56%          | 30%          | 35%          | 35%          |
| 新能源车用空调     | 135          | 90           | 108          | 130          | 156          |
| 增长率         |              | -33%         | 20%          | 20%          | 20%          |
| 轨道交通列车空调及服务 | 115          | 207          | 248          | 298          | 357          |
| 增长率         |              | 80%          | 20%          | 20%          | 20%          |
| 其他          | 53           | 41           | 41           | 41           | 41           |
| 毛利率         | <b>35.9%</b> | <b>35.1%</b> | <b>33.6%</b> | <b>33.2%</b> | <b>33.0%</b> |
| 机房温控节能产品    | 32%          | 32%          | 31%          | 31%          | 31%          |
| 机柜温控节能产品    | 27%          | 33%          | 31%          | 31%          | 31%          |
| 新能源车用空调     | 49%          | 41%          | 40%          | 40%          | 40%          |
| 轨道交通列车空调及服务 | 41%          | 39%          | 40%          | 40%          | 40%          |
| 其他          | 68%          | 64%          | 60%          | 60%          | 60%          |
| 归母净利润       | <b>108</b>   | <b>160</b>   | <b>181</b>   | <b>247</b>   | <b>322</b>   |
| 增长率         |              | <b>49%</b>   | <b>13%</b>   | <b>36%</b>   | <b>30%</b>   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上，我们预计2020-2022年归母净利润分别为1.8/2.5/3.2亿元，分别增长13%/36%/30%。

## 7.2 估值与投资建议

公司的主要业务为精密温控，因为A股相似业务的公司有限，我们选取以下4家公司进行对比：

- (1) 佳力图：以机房精密温控业务为主，近期拓展IDC业务。
- (2) 科信技术：重点发力通信能源业务，5G设备功耗增加拉动通信能源系统业务量增长。
- (3) 中际旭创：光模块公司，5G通信网络和IDC的设备提供商，受益于5G+云双轮驱动。

(4) 新易盛：光模块公司，5G 通信网络和 IDC 的设备商提供商，受益于 5G+云双轮驱动。

附注：科信技术 2020 年归母净利润为 1242 万元，实现扭亏，因其对应 2020 年 PE 为 250X，相较行业 PE 偏离度较大，故计算 2020 年 PE 平均值时剔除处理。

图表 26: A 股可比公司估值 (2021 年 4 月 15 日)

| 简称     | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       | PE    |       |       |      |
|--------|---------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|        |         | *Wind 一致预测 |       |       |       |       |       |      |
|        |         | 2020E      | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |      |
| 603912 | 佳力图     | 30         | 1.2   | 1.7   | 2.3   | 25    | 17    | 13   |
| 300565 | 科信技术    | 31         | 0.1   | 1.2   | 2.1   | -     | 26    | 15   |
| 300308 | 中际旭创    | 241        | 8.5   | 11.4  | 14.4  | 28    | 21    | 17   |
| 300502 | 新易盛     | 148        | 4.9   | 6.7   | 8.7   | 30    | 22    | 17   |
| 平均     |         |            |       |       |       | 27.9  | 21.8  | 15.4 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.8/2.5/3.2 亿元，分别增长 13%/36%/30%，对应当前 PE 为 33/24/19X，与行业平均估值接近。考虑到公司在行业中的龙头地位和下游需求高景气度带来的业绩高成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

## 8. 风险提示

(1) 5G、IDC 项目进度不达预期。

运营商 5G 建设节奏可能出现阶段性调整，例如 20H1 需求极为旺盛，20H2-21Q1 去库存需求相对放缓，可能导致相关设备商业绩出现一定波动。IDC 的建设进度受下游云计算厂商客户需求影响，有一定不确定性。

(2) 市场竞争加剧。

目前精密空调的厂商较多，随着下游客户需求放量、集中度提升，可能面临价格战风险。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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所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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级 | 说明                     |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   | 行业评级 | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com