

# 申菱环境 (301018.SZ)

上半年各板块业务表现亮眼，液冷产品实现翻倍以上增长

买入

## 核心观点

**各板块业务表现亮眼，克服疫情等不利影响。**公司22年上半年实现营收10.8亿元（同比+60%），净利润1.03亿元（同比+60%），销售毛利率27%，销售净利率9.7%。

二季度实现营收6.5亿元（同比+35%），净利润0.66亿元（同比+11%），销售毛利率27%，销售净利率11%，公司各业务板均取得突破和进展。

**各板块业务进展良好，液冷产品同期实现翻倍以上增长。**1) **数据服务产品：**数据服务产品2.63亿元（同比+42%），同时在该业务领域的工程服务及材料等其他产品增长约386.22%，整体数据服务领域业务增长约72.61%。公司液冷温控系统营收同比+110%，实现海外大型液冷客户规模化交付。（除H公司外营收同比+80%，公司品牌能力进一步增强）；

2) **工业空调：**同比增长51%（含工程服务增速更高），主要受益于特高压电力等产品。报告期内公司持续推进储能系统和大客户的定制联合研发，目前已经取得了较大的突破和进展，有望在未来实现营收快速增长；

3) **特种空调：**板块整体营收同比增长超99%，（其中，特种空调营收同比增长13.18%，工程服务及材料等其他产品增长约853.68%）主要受益于医院解决方案等新场景的落地；4) **光储热业务：**公司新成立热储公司，借助在工业特种领域应用技术积累，以及光伏发电/制热、储电储热等多种技术和产品的开发整合，提供热泵及光储热一体化产品。

**毛利率同比小幅下降，净利率环比一季度进一步增长。**报告期内公司仍面临大宗商品涨价压力，二季度毛利率27%较同期下滑3.84pct，净利润10.5%，同比下滑2.07pct，环比提升2.24pct；公司盈利水平已经实现同比逐季提升趋势，随着大宗商品压力减轻，盈利能有有望持续增强。

**风险提示：**原材料继续上涨，下游开工不及预期，疫情反复影响施工。

**投资建议：**维持盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到公司新业务进展尚未完全落地大规模出货，基于谨慎性原则，我们暂维持盈利预测，预计公司2022-24年收入分别为26/38/54亿元（同比+43%/48%/42%），净利润分别为2.5/3.7/5.2亿元（同比+78%/49%/40%），对应PE=45/31/21倍，看好传统业务的增长以及新业务的增长潜力，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,467	1,798	2,565	3,795	5,383
(+/-%)	8.0%	22.6%	42.6%	48.0%	41.8%
净利润(百万元)	125	140	250	373	521
(+/-%)	22.8%	12.6%	78.3%	49.0%	39.8%
每股收益(元)	0.69	0.58	1.04	1.55	2.17
EBIT Margin	10.6%	9.3%	11.2%	11.3%	11.4%
净资产收益率 (ROE)	14.0%	9.7%	15.8%	20.8%	25.1%
市盈率 (PE)	30.3	35.8	20.1	13.5	9.6
EV/EBITDA	30.6	35.2	20.4	14.6	11.9
市净率 (PB)	4.24	3.49	3.18	2.81	2.42

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 通信·通信设备

证券分析师：马成龙

021-60933150

machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

证券分析师：付晓钦

0755-81982929

fuxq@guosen.com.cn

S0980520120003

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	46.61元
总市值/流通市值	11186/3962百万元
52周最高价/最低价	53.83/17.90元
近3个月日均成交额	252.77百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《申菱环境 (301018.SZ) - 成立热储科技公司，发力欧洲及全球光储热市场》——2022-07-28
- 《申菱环境 (301018.SZ) - 股权激励落地，彰显长期发展信心》——2022-05-06
- 《申菱环境 (301018.SZ) - 一季度业绩表现亮眼，盈利能力环比改善》——2022-04-29
- 《申菱环境 (301018.SZ) - 拟向特定对象发行股票，加大液冷规模化生产能力》——2022-04-13
- 《申菱环境-301018-首次覆盖：华为温控核心供应商，受益双碳政策加速发展》——2021-11-15

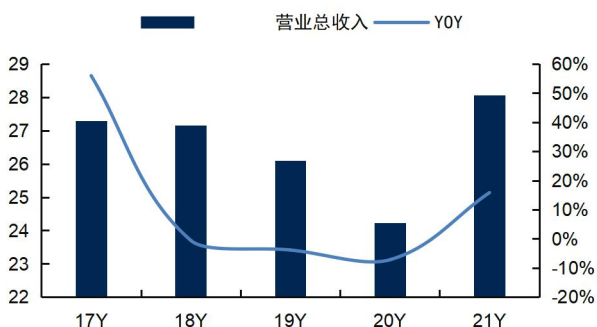
### 各版块业务表现亮眼，克服疫情等不利影响

申菱环境成立于 2000 年，提供人工环境调控整体解决方案，广泛应用于通信、信息技术、电力、化工、交通、能源、军工与航天等行业。现聚焦数字，能源、绿色、健康等方向，不断巩固现有领域优势，扩展新应用场景。

公司 22 年上半年营收 10.8 亿元（同比+60%），净利润 1.03 亿元（同比+60%），销售毛利率 27%，销售净利率 9.7%；

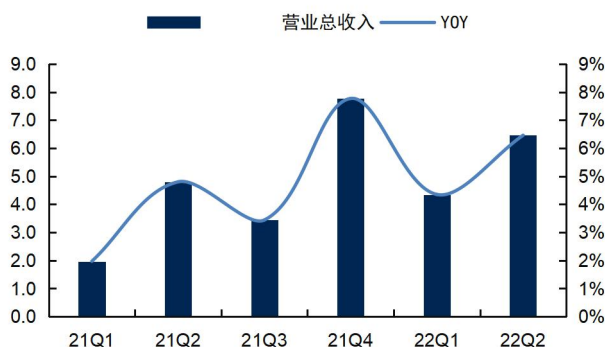
单二季度实现营收 6.5 亿元（同比+35%），净利润 0.66 亿元（同比+11%），销售毛利率 27%，销售净利率 11%，公司各业务板均取得突破和进展。

图1：申菱环境营业收入及增速（单位：亿元、%）



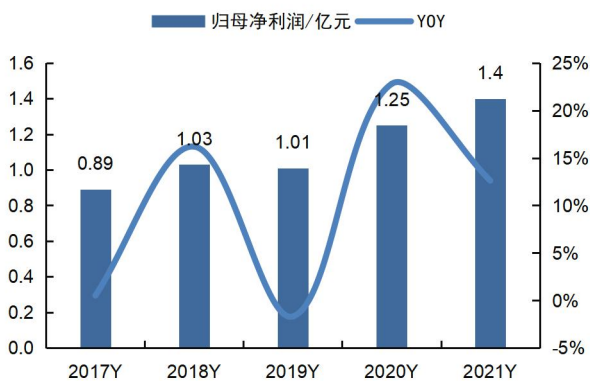
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：申菱环境单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



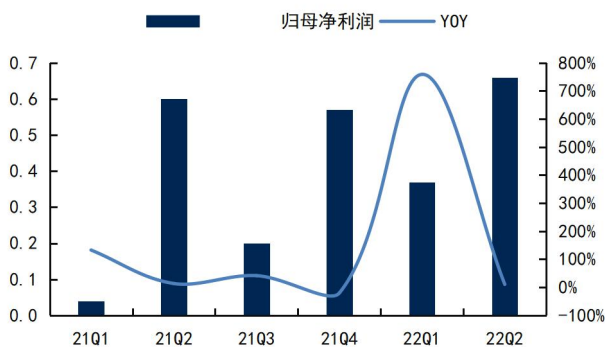
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：申菱环境归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：申菱环境单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 各版块业务进展良好，液冷产品同期实现翻倍以上增长

1) **数据服务产品**：数据服务产品 2.63 亿元（同比+42%），同时在该业务领域的工程服务及材料等其他产品增长约 386.22%，整体数据服务领域业务增长约 72.61%。公司液冷温控系统营收同比+110%，实现海外大型液冷客户规模化交付。（除 H 公司外营收同比+80%，公司品牌能力进一步增强）；

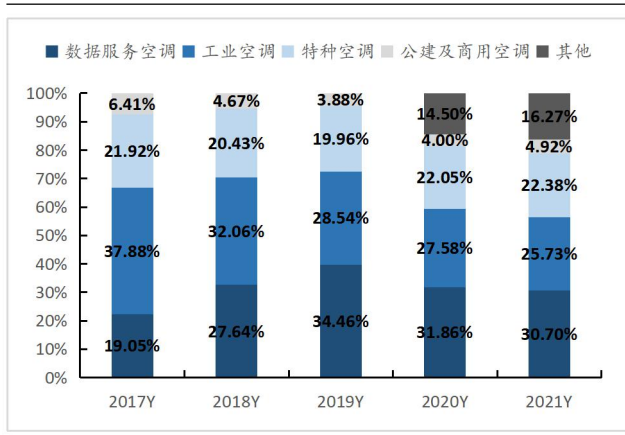
2) **工业空调**：同比增长 51%（含工程服务增速更高），主要受益于特高压电力等

产品。报告期内公司持续推进储能系统和大客户的定制联合研发，目前已经取得了较大的突破和进展，有望在未来实现营收快速增长；

3) 特种空调：板块整体营收同比增长超 99%（其中，特种空调营收同比增长 13.18%，工程服务及材料等其他产品增长约 853.68%）主要受益于医院解决方案等新场景的落地。

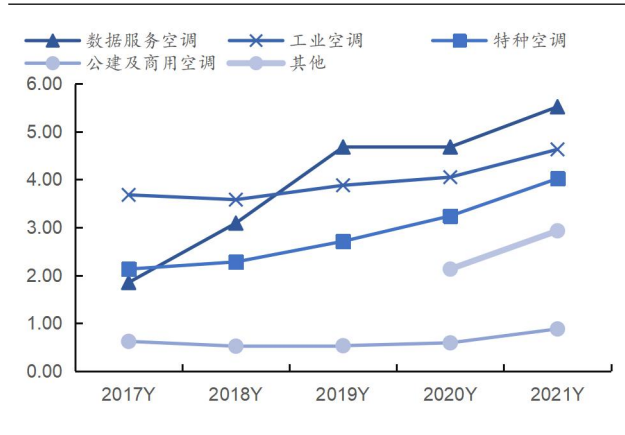
4) 光储充业务：报告期内公司新成立热储公司，借助在工业特种领域应用热泵技术积累，以及光伏发电、光热制热、储电储热等多种技术和产品的开发整合，面向欧洲市场为客户提供热泵及光储热一体化产品。

图5：分业务产品收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：分业务产品收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

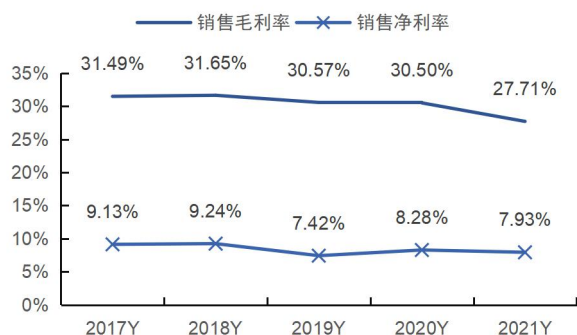
表 4：公司不同业务板块营收及毛利率（单位：亿元，%）

	营业收入	同比增长	毛利率	毛利率同比变化
数据服务产品	2.63	42.44%	19.41%	-6.00%
工业产品	2.62	50.50%	32.04%	0.70%
特种产品	2.05	13.18%	28.90%	-6.12%
工程及服务	2.63	491.32%	28.87%	-15.85%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

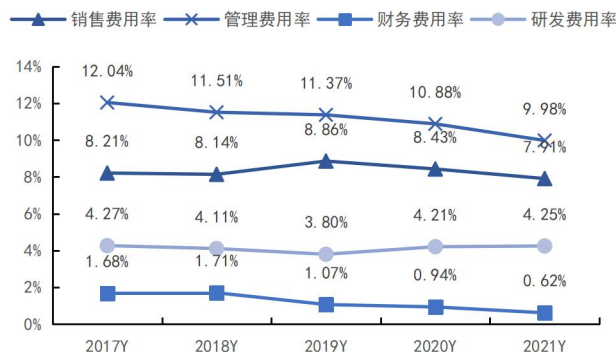
毛利率同期小幅下降，净利率环比一季度进一步增长。报告期内公司仍面临大宗商品涨价压力，二季度毛利率 27%较同期下滑 3.84pct，净利润 10.5%，同比下滑 2.07pct，环比提升 2.24pct；公司盈利水平已经实现同比逐季提升趋势，随着大宗商品压力减轻，盈利能有有望持续增强。

图7：申菱环境毛利率、净利率变化情况（按年度）



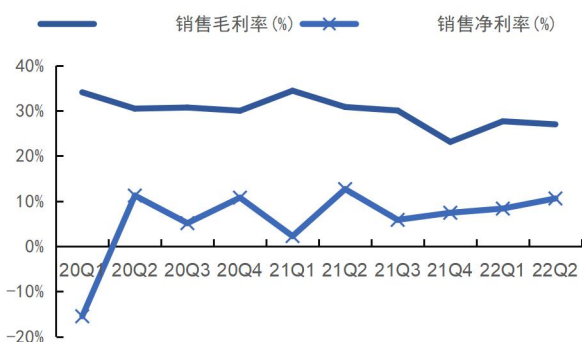
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：申菱环境三项费用率变化情况（按年度）



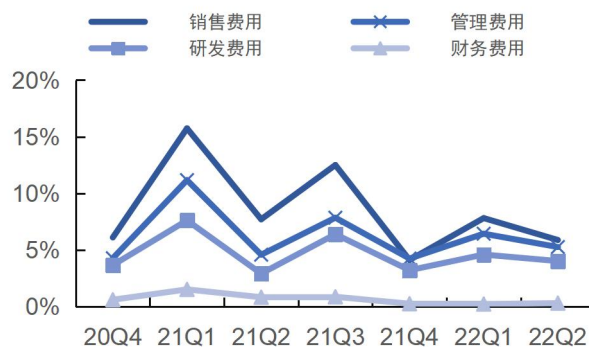
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：申菱环境毛利率、净利率变化情况（按季度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

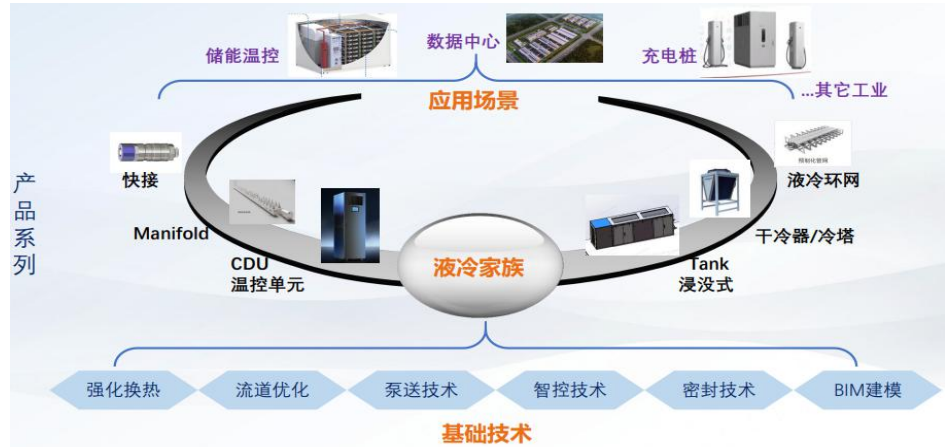
图10：申菱环境三项费用率变化情况（按季度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司较早布局液冷产品线，可以提供综合一体化的液冷解决方案，在储能液冷、数据中心液冷、充电桩液冷产品上均有成熟的商业化产品推出。

图11：公司液冷产品线布局



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

◆ 重申公司推荐逻辑，机房空调领先企业，发力布局储能及新能源液冷

公司是国内一线温控设备商，目前催化因素包括：1) **赛道高景气**：公司积极布局储能温控赛道（新客户拓展良好），随着上游价格压力缓解，储能装机有望加速，除此之外，海上风电、油气回收、精密医疗环境等新场景保持高速增长；2) **盈利能力持续改善**：受益于大宗商品价格压力逐步缓解，价格传导顺利，一季度毛利率水平提升，后期毛利率有望持续提升；3) **持续开拓新客户，产能高速扩张**：公司积极开拓储能等领域新客户，进展良好，产能扩张进一步加速订单转化。

◆ 股权激励考核目标积极，夯实长期增长信心

公司于2022年5月推出股权激励计划，7月份正式完成授予。授予的限制性股票数量为480股，授予对象不超过142人，考核目标值以2021年为基准，2022-23年收入增长率≥40%/82%对应2022-2023年营收为25.2/32.8亿元；对应2022-2023年净利润为1.96亿元/2.6亿元。

表2：股权激励考核标准

	目标值		触发值	
	2022	2023	2022	2023
营收增速	40%	82%	30%	63%
对应营业收入（亿元）	25.20	32.76	1.82	2.28
净利润增速	40%	82%	30%	63%
对应净利润（亿元）	1.96	2.55	1.82	2.28

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 募投项目投产，产能加速释放

根据公司招股说明书披露，公司拟投资6.3亿元用于建设专业特种环境系统研发制造基地项目，2022年现初期产能已经全面投产，可以解决公司原有产能问题，有效消化存量订单，助力加速成长。

表 4：公司营业收入及预测（单位：亿元，%）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14.67	17.98	25.65	37.95	53.83
(+/-%)	8%	23%	43%	48.0%	41.8%
净利润	1.25	1.4	2.5	3.71	5.21
(+/-%)	23%	13%	78%	49%	40%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

考虑到公司新业务进展尚未完全落地开始大规模出货，基于谨慎性原则我们暂维持盈利预测，预计公司 2022-24 年收入分别为 26/38/54 亿元（同比+43%/48%/42%），净利润分别为 2.5/3.7/5.2 亿元（同比+78%/49%/40%），对应 PE=45/31/21 倍，看好传统业务的增长以及新业务的增长潜力，维持“买入”评级。

表 5：可比公司估值表（截至 20220829）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PB	投资评级
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E		
002837.SZ	英维克	35.10	152.54	0.56	0.61	0.82	1.13	62.7	57.5	42.8	31.1	8.2	无评级
603912.SH	佳力图	13.81	41.95	0.53	0.39	0.62	0.81	26.1	35.4	22.3	22.3	4.5	无评级
300499.SZ	高澜股份	11.89	35.05	0.29	0.23	0.45	0.71	41.0	51.7	26.4	16.7	3.9	无评级
300990.SZ	同飞股份	108.90	101.93	3.2	2.31	1.79	2.85	34.0	47.1	60.8	38.2	6.6	无评级
平均								46.3	54.4	39.4	27.9	6.2	
301018.SZ	申菱环境	46.61	111.87	0.69	0.58	1.04	1.50	67.6	80.4	44.8	31.1	7.6	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：申菱环境为国信证券经济研究所预测，其余为 Wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	338	296	300	300	300	营业收入	1467	1798	2565	3795	5383
应收款项	695	826	1291	1817	2586	营业成本	1020	1300	1795	2642	3749
存货净额	439	628	430	630	902	营业税金及附加	9	9	13	20	28
其他流动资产	185	246	128	190	269	销售费用	124	142	205	311	441
<b>流动资产合计</b>	<b>1656</b>	<b>1996</b>	<b>2150</b>	<b>2937</b>	<b>4057</b>	管理费用	98	103	155	230	318
固定资产	718	1027	1360	1355	1334	研发费用	62	76	110	164	233
无形资产及其他	153	151	245	339	433	财务费用	14	11	24	29	33
投资性房地产	26	59	59	59	59	投资收益	(1)	(2)	3	3	3
长期股权投资	0	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	6	(4)	15	15	0
<b>资产总计</b>	<b>2554</b>	<b>3235</b>	<b>3814</b>	<b>4690</b>	<b>5885</b>	其他收入	(68)	(65)	(110)	(164)	(233)
短期借款及交易性金融负债	345	285	742	778	905	营业利润	140	162	280	418	584
应付款项	522	617	821	1250	1756	营业外净收支	(1)	(5)	0	0	0
其他流动负债	334	413	420	618	882	<b>利润总额</b>	<b>139</b>	<b>157</b>	<b>280</b>	<b>418</b>	<b>584</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1202</b>	<b>1315</b>	<b>1982</b>	<b>2646</b>	<b>3542</b>	所得税费用	18	15	26	39	54
长期借款及应付债券	284	275	45	45	45	少数股东损益	(3)	2	4	6	9
其他长期负债	177	200	200	200	200	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>125</b>	<b>140</b>	<b>250</b>	<b>373</b>	<b>521</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>461</b>	<b>476</b>	<b>246</b>	<b>246</b>	<b>246</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1663</b>	<b>1791</b>	<b>2228</b>	<b>2891</b>	<b>3788</b>	净利润	125	140	250	373	521
少数股东权益	1	4	6	10	16	资产减值准备	(4)	(7)	119	13	2
股东权益	890	1440	1580	1789	2080	折旧摊销	22	27	70	113	125
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2554</b>	<b>3235</b>	<b>3814</b>	<b>4690</b>	<b>5885</b>	公允价值变动损失	(6)	4	(15)	(15)	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	14	11	24	29	33
每股收益	0.69	0.58	1.04	1.55	2.17	营运资本变动	81	(225)	180	(147)	(349)
每股红利	0.32	0.26	0.46	0.68	0.96	其它	2	8	(116)	(9)	4
每股净资产	4.95	6.00	6.58	7.45	8.67	<b>经营活动现金流</b>	<b>220</b>	<b>(53)</b>	<b>488</b>	<b>328</b>	<b>303</b>
ROIC	14%	13%	17%	22%	27%	资本开支	0	(323)	(600)	(200)	(200)
ROE	14%	10%	16%	21%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	31%	28%	30%	30%	30%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(0)</b>	<b>(323)</b>	<b>(600)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>
EBIT Margin	11%	9%	11%	11%	11%	权益性融资	0	443	0	0	0
EBITDA Margin	12%	11%	14%	14%	14%	负债净变化	200	(8)	(230)	0	0
收入增长	8%	23%	43%	48%	42%	支付股利、利息	(58)	(62)	(110)	(164)	(230)
净利润增长率	23%	13%	78%	49%	40%	其它融资现金流	(408)	31	456	36	127
资产负债率	65%	55%	59%	62%	65%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(124)</b>	<b>334</b>	<b>116</b>	<b>(128)</b>	<b>(103)</b>
息率	1.2%	1.2%	2.2%	3.3%	4.6%	现金净变动	95	(42)	4	0	0
P/E	30.3	35.8	20.1	13.5	9.6	货币资金的期初余额	243	338	296	300	300
P/B	4.2	3.5	3.2	2.8	2.4	货币资金的期末余额	338	296	300	300	300
EV/EBITDA	30.6	35.2	20.4	14.6	11.9	企业自由现金流	0	(369)	(90)	155	133
						权益自由现金流	0	(346)	115	165	230

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032