

# 申菱环境 (301018)

## 营收业绩维持较高增速

**事件:** 22Q1-Q3: 公司实现营业收入 15.56 亿元, 同比+52.38%; 归母净利润 1.37 亿元, 同比+63.21%; 扣非归母净利润 1.22 亿元, 同比+64.59%。22Q3: 公司实现营业收入 475.51 百万元, 同比+38.24%; 归母净利润 33.72 百万元, 同比+72.39%; 扣非归母净利润 30.36 百万元, 同比+70.92%。公司营收业绩维持较强势增长。

**背靠“新基建”发展规划, 多领域并行促进营收增长:** 公司的业务保持了较快的扩张速度, Q3 营收延续了 22H1 的高增速 (同比+59.57%)。分业务看, 公司的核心品类保持了较高的增速, 根据我们的拆分, 22 年 Q3, 公司数据服务空调业务和工业空调业务同比约+40%和+50%, 延续了 22H1 的较高增速。作为机房空调行业主要生产企业, 在国家推进的数字化转型和能源发展/变革的大趋势下, 公司营收随着主要客户 (华为、国家电网、中石化、南方电网等) 快速发展的业务实现了高速增长, 增长态势有望持续。同时, 随着新成立的热储公司为欧洲市场客户提供热泵及光储热一体化产品, 公司的公建及商用业务明年有望迎来新的增长点。

**毛利率水平整体稳定:** 22Q1-Q3, 公司整体毛利率为 28.32%, 同比-2.92 pct。22Q3 公司整体毛利率 30.77%, 同比+0.75 pct, 环比+3.80 pct。我们认为, 可能是公司毛利较低的数据服务业务 (22H1 为 19.41%) 收入占比加大, 对公司的整体毛利率产生了一定程度的影响 (22H1 工业空调业务/特种空调业务/工程及服务的毛利率分别是 32.04%/28.90%/28.87%)。但整体来看, 公司整体毛利率仍然维持在一个相对稳定的水平。

**销售费用略有浮动, 整体费用率控制良好:** 公司 22Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.76%/8.87%/4.73%/1.08%, 同比-3.65%/+1.15%/-1.56%/+0.34 pct。其中, 从销售费用的绝对数值来看, 22Q3 公司销售费用为 41.65 百万元, 同比-2.45%, 投入相对稳定。我们认为, 公司营收的较高速增长对销售费用率存在一定程度的摊薄, 销售费用整体控制在相对合理的水平。

**应收票据账款受建设周期影响同比增加, 现金流显著好转:** 资产负债表端, 公司 2022 年前三季度存货为 6.10 亿元, 同比-10.58%; 应收票据和账款合计为 9.69 亿元, 同比+48.94%。我们认为, 由于应收账款回收情况受不同类型专用性空调建设周期影响, 其中工业空调和特种空调的建设周期相对较长, 属于行业较正常情况。现金流端, 公司 2022 年前三季度经营活动产生的现金流量净额为 16.53 百万元, 同比+45.62 百万元 (去年同期为-29.09 百万元)。其中 2022Q3 经营活动产生的现金流量净额为-7.66 百万元, 同比+46.03 百万元 (21Q3 为-53.68 百万元)。

**投资建议:** 公司营收业绩双双维持中报的较高增速, 同时积极布局热泵&储能新兴赛道。展望 Q4, 公司业绩较高增速有望延续, 营收实现全年近 50%的同比增长; 未来, 随着热储科技子公司业务的展开, 公司营收有望迎来新的增长点。基于季报的情况, 我们适当调整了不同业务板块的营收增速 (上调了数据服务空调业务和工业空调业务增速), 同时上调了销售费用率, 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.31/3.46/4.76 亿元 (前值为 2.32/3.50/4.84 亿元); 对应动态估值分别为 48.5x/32.4x/23.6x。我们看好公司的长期发展, 维持“增持评级”。

**风险提示:** 原材料价格波动风险; 市场竞争风险; 替代产品风险; 汇率风险; 代工渗透率不及预期等。

### 投资评级

行业	机械设备/通用设备
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	44.86 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	240.01
流通 A 股股本(百万股)	85.39
A 股总市值(百万元)	10,766.85
流通 A 股市值(百万元)	3,830.60
每股净资产(元)	6.43
资产负债率(%)	54.80
一年内最高/最低(元)	53.83/17.90

### 作者

**孙谦** 分析师  
 SAC 执业证书编号: S1110521050004  
 sunqiana@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 聚源数据

### 相关报告

1 《申菱环境-首次覆盖报告:深耕专用性空调领域, 引领行业技术发展》  
 2022-10-26

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,467.26	1,798.13	2,675.50	3,707.25	4,999.61
增长率(%)	8.03	22.55	48.79	38.56	34.86
EBITDA(百万元)	244.34	265.19	347.42	497.52	656.75
归属母公司净利润(百万元)	124.61	140.32	231.35	346.48	475.60
增长率(%)	22.78	12.61	64.87	49.76	37.26
EPS(元/股)	0.52	0.58	0.96	1.44	1.98
市盈率(P/E)	90.01	79.93	48.48	32.37	23.58
市净率(P/B)	12.60	7.79	6.89	5.94	5.09
市销率(P/S)	7.64	6.24	4.19	3.03	2.24
EV/EBITDA	0.00	24.76	32.98	22.91	17.06

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	337.76	295.80	535.10	926.81	1,499.88
应收票据及应收账款	669.09	802.74	1,489.09	1,785.42	2,297.59
预付账款	31.94	75.45	70.06	131.81	145.19
存货	439.20	628.24	533.71	486.55	494.42
其他	43.25	41.78	355.30	387.79	597.19
<b>流动资产合计</b>	<b>1,521.25</b>	<b>1,844.02</b>	<b>2,983.26</b>	<b>3,718.38</b>	<b>5,034.27</b>
长期股权投资	0.47	0.54	0.54	0.54	0.54
固定资产	266.45	268.59	418.53	532.06	602.36
在建工程	451.31	758.78	807.09	937.09	1,099.25
无形资产	153.22	151.47	148.67	145.87	143.07
其他	26.48	58.97	38.63	41.12	46.15
<b>非流动资产合计</b>	<b>897.94</b>	<b>1,238.35</b>	<b>1,413.46</b>	<b>1,656.68</b>	<b>1,891.38</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,554.34</b>	<b>3,234.67</b>	<b>4,396.72</b>	<b>5,375.06</b>	<b>6,925.66</b>
短期借款	345.49	282.49	495.80	776.91	1,112.88
应付票据及应付账款	521.95	616.87	974.67	1,295.85	1,729.38
其他	78.05	94.91	792.51	854.50	1,267.95
<b>流动负债合计</b>	<b>945.48</b>	<b>994.27</b>	<b>2,262.99</b>	<b>2,927.27</b>	<b>4,110.21</b>
长期借款	283.72	275.35	317.04	365.14	408.74
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	177.13	200.32	185.99	187.82	191.38
<b>非流动负债合计</b>	<b>460.85</b>	<b>475.67</b>	<b>503.04</b>	<b>552.96</b>	<b>600.11</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,662.75</b>	<b>1,790.84</b>	<b>2,766.02</b>	<b>3,480.23</b>	<b>4,710.32</b>
少数股东权益	1.41	3.74	2.92	7.42	11.41
股本	180.00	240.01	240.01	240.01	240.01
资本公积	320.29	703.22	703.22	703.22	703.22
留存收益	389.68	496.60	684.43	943.99	1,260.51
其他	0.21	0.25	0.11	0.19	0.19
<b>股东权益合计</b>	<b>891.59</b>	<b>1,443.82</b>	<b>1,630.69</b>	<b>1,894.83</b>	<b>2,215.34</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,554.34</b>	<b>3,234.67</b>	<b>4,396.72</b>	<b>5,375.06</b>	<b>6,925.66</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	121.47	142.65	231.35	346.48	475.60
折旧摊销	22.71	26.90	54.63	54.63	54.63
财务费用	12.12	10.46	0.27	0.37	0.50
投资损失	1.11	1.63	1.57	1.44	1.55
营运资金变动	47.15	(150.95)	(4.34)	39.10	102.68
其它	(8.91)	7.33	(1.00)	6.00	6.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>195.65</b>	<b>38.02</b>	<b>282.49</b>	<b>448.02</b>	<b>640.96</b>
资本支出	366.95	311.38	264.41	293.55	280.74
长期投资	0.40	0.07	0.00	0.00	0.00
其他	(679.37)	(677.49)	(516.07)	(590.35)	(566.59)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(312.02)</b>	<b>(366.04)</b>	<b>(251.66)</b>	<b>(296.81)</b>	<b>(285.85)</b>
债权融资	255.71	(79.74)	251.95	328.84	379.06
股权融资	0.34	363.79	(43.48)	(88.34)	(161.09)
其他	(43.80)	4.45	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>212.26</b>	<b>288.50</b>	<b>208.46</b>	<b>240.50</b>	<b>217.96</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>95.89</b>	<b>(39.52)</b>	<b>239.30</b>	<b>391.71</b>	<b>573.07</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,467.26</b>	<b>1,798.13</b>	<b>2,675.50</b>	<b>3,707.25</b>	<b>4,999.61</b>
营业成本	1,019.68	1,299.83	1,921.35	2,623.53	3,531.51
营业税金及附加	9.25	9.25	13.38	18.54	25.00
销售费用	123.63	142.30	187.28	259.51	349.97
管理费用	97.82	103.06	147.15	203.90	274.98
研发费用	61.82	76.45	115.05	159.41	214.98
财务费用	13.85	11.16	0.27	0.37	0.50
资产/信用减值损失	(18.47)	(11.31)	(17.29)	(15.69)	(14.76)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.11)	(1.63)	(1.57)	(1.44)	(1.55)
其他	20.51	6.99	4.53	16.86	29.27
<b>营业利润</b>	<b>140.28</b>	<b>162.03</b>	<b>267.63</b>	<b>408.00</b>	<b>557.08</b>
营业外收入	0.98	1.64	1.10	1.24	1.32
营业外支出	1.81	6.50	3.95	4.09	4.85
<b>利润总额</b>	<b>139.45</b>	<b>157.17</b>	<b>264.77</b>	<b>405.15</b>	<b>553.56</b>
所得税	17.98	14.52	34.42	52.67	71.96
<b>净利润</b>	<b>121.47</b>	<b>142.65</b>	<b>230.35</b>	<b>352.48</b>	<b>481.60</b>
少数股东损益	(3.14)	2.32	(1.00)	6.00	6.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>124.61</b>	<b>140.32</b>	<b>231.35</b>	<b>346.48</b>	<b>475.60</b>
每股收益(元)	0.52	0.58	0.96	1.44	1.98

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	8.03%	22.55%	48.79%	38.56%	34.86%
营业利润	17.95%	15.50%	65.18%	52.45%	36.54%
归属于母公司净利润	22.78%	12.61%	64.87%	49.76%	37.26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.50%	27.71%	28.19%	29.23%	29.36%
净利率	8.49%	7.80%	8.65%	9.35%	9.51%
ROE	14.00%	9.74%	14.21%	18.36%	21.58%
ROIC	15.01%	13.59%	14.13%	19.00%	23.45%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	65.10%	55.36%	62.91%	64.75%	68.01%
净负债率	32.69%	18.34%	17.03%	11.36%	0.98%
流动比率	1.38	1.52	1.32	1.27	1.22
速动比率	1.01	1.04	1.08	1.10	1.10
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.05	2.44	2.33	2.26	2.45
存货周转率	3.96	3.37	4.61	7.27	10.19
总资产周转率	0.65	0.62	0.70	0.76	0.81
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.52	0.58	0.96	1.44	1.98
每股经营现金流	0.82	0.16	1.18	1.87	2.67
每股净资产	3.71	6.00	6.78	7.86	9.18
<b>估值比率</b>					
市盈率	90.01	79.93	48.48	32.37	23.58
市净率	12.60	7.79	6.89	5.94	5.09
EV/EBITDA	0.00	24.76	32.98	22.91	17.06
EV/EBIT	0.00	27.52	39.13	25.73	18.61

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com