

## 毛利率大幅改善，业绩超预期

### ➤ 事件回顾：

2023 年 8 月 24 日，公司发布 2023 年半年度业绩，2023H1 公司实现营收 2.54 亿元，同比+34.6%；实现归母净利润 0.38 亿元，同比+70.3%，实现扣非归母净利润 0.37 亿元，同比+74.4%；单季度看，2023Q2 公司实现营收 1.73 亿元，同比+37.96%，实现归母净利润 0.30 亿元，同比+69.5%，实现扣非归母净利润 0.30 亿元，同比+71.1%。

### ➤ 23Q2 营收增长提速，上半年商用空调、冷冻冷藏业务表现亮眼：

23 上半年公司主营业务同比+34.6%，其中 Q1 同比+28.4%，Q2 同比+38.0%，增长速度稳健，环比呈现提速趋势，公司上半年收入节奏基本符合预期。分应用场景看，23 上半年商用空调业务实现营收 0.95 亿元，同比+50.6%，2022 年俄罗斯、印度区域业务大幅放量，分别同比+2093%、+127%，我们认为公司上半年商用空调高增或主要为俄罗斯、印度等区域需求拉动；热泵业务实现营收 0.87 亿元，同比增长+8.4%，增速稳健，我们认为或与国内中小型商用采暖、热水项目景气度相关；冷冻冷藏业务实现营收 0.65 亿元，同比增长 46.6%，公司海外业务开拓顺利，在 2022 年低基数下实现较高增速。分内外销看，23 上半年内销实现营收 1.62 亿元，同比+11.8%，外销实现营收 0.92 亿元，同比+110.5%，欧洲、印度等区域需求拉动下，外销显著发力。

### ➤ 原材料价格红利+外销高增+出货结构提升，盈利能力大幅修复：

23Q2/23H1 毛利率分别+8.38/7.63pct，毛利率大幅改善，我们认为或主要因铜、钢等主要大宗原材料价格较同期明显下降，此外，公司 2019 年推出 30HP 平台产品后，大冷量产品营收持续高增，我们认为出货冷量结构提升、外销需求旺盛也有一定程度的贡献。23Q2/23H1 期间费用率分别同比+5.18/4.02pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率同比分别+1.14/0.69pct、+1.96/1.63pct、+0.73/0.78pct，我们认为或与公司开拓一线空调客户、上市费用、持续推进 30HP 平台产品研发等因素有关，综合影响下，公司 23Q2/23H1 归母净利率分别同比+3.27/3.13pct，盈利能力呈现提升态势。

### ➤ 投资建议：

23Q2 公司营收同比+38.0%，归母净利润同比+69.5%，整体表现亮眼；原材料红利作为主要贡献，在出货冷量结构提升、外销需求旺盛等因素助推下，毛利率大幅改善，拉动 Q2 归母净利率同比+3.27pct。公司是内资最早达成涡旋压缩机量产的企业，产品、技术、知名度行业领先，在当前国产替代逻辑愈发清晰的行业环境下，公司作为内资龙头有望充分享受国替代红利。我们预计公司 2023-2025 年实现营收 6.2/8.6/12.2 亿元，同比增长 39.1%/38.3%/41.9%，实现归母净利润 1.1/1.6/2.2 亿元，同比增长 58.3%/42.0%/40.2%，当前市值对应 PE 为 36/25/18 倍，维持“推荐”评级。

### ➤ 风险提示：

商用空调业务拓展不及预期，境外业务需求、拓展不及预期，国产替代进程不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	448	623	862	1,223
增长率 (%)	17.0	39.1	38.3	41.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	70	111	158	222
增长率 (%)	44.5	58.3	42.0	40.2
每股收益 (元)	1.20	1.90	2.70	3.79
PE	57	36	25	18
PB	14.0	3.8	3.3	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 24 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**68.29 元**

**分析师 汪海洋**

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

**分析师 王刚**

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang\_yjy@mszq.com

### 相关研究

1.英华特 (301272.SZ) 深度报告：矢志创新十余载，涡旋压缩机国产之光-2023/08/17

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>448</b>	<b>623</b>	<b>862</b>	<b>1,223</b>
营业成本	332	443	609	864
营业税金及附加	2	3	4	6
销售费用	11	15	21	29
管理费用	14	20	28	40
研发费用	15	22	31	44
EBIT	76	123	171	242
财务费用	-4	-4	-9	-9
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	2	2	3	5
<b>营业利润</b>	<b>81</b>	<b>128</b>	<b>182</b>	<b>255</b>
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>81</b>	<b>128</b>	<b>182</b>	<b>255</b>
所得税	11	17	24	33
净利润	70	111	158	222
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>70</b>	<b>111</b>	<b>158</b>	<b>222</b>
EBITDA	86	134	190	271

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	87	717	793	943
应收账款及票据	60	84	119	175
预付款项	2	2	2	3
存货	84	96	124	164
其他流动资产	91	95	99	104
<b>流动资产合计</b>	<b>324</b>	<b>994</b>	<b>1,137</b>	<b>1,390</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	83	130	202	273
无形资产	10	10	10	10
<b>非流动资产合计</b>	<b>166</b>	<b>315</b>	<b>408</b>	<b>498</b>
<b>资产合计</b>	<b>490</b>	<b>1,309</b>	<b>1,545</b>	<b>1,888</b>
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	119	155	214	303
其他流动负债	38	51	71	103
<b>流动负债合计</b>	<b>158</b>	<b>207</b>	<b>284</b>	<b>406</b>
长期借款	24	24	24	24
其他长期负债	24	26	25	25
<b>非流动负债合计</b>	<b>48</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
<b>负债合计</b>	<b>206</b>	<b>257</b>	<b>334</b>	<b>456</b>
股本	44	59	59	59
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>284</b>	<b>1,052</b>	<b>1,210</b>	<b>1,432</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>490</b>	<b>1,309</b>	<b>1,545</b>	<b>1,888</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	17.02	39.10	38.33	41.85
EBIT 增长率	42.91	62.44	39.30	41.80
净利润增长率	44.50	58.26	42.04	40.24
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	25.94	28.95	29.31	29.35
净利润率	15.70	17.87	18.35	18.14
总资产收益率 ROA	14.36	8.51	10.24	11.75
净资产收益率 ROE	24.74	10.58	13.07	15.49
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.06	4.81	4.00	3.42
速动比率	1.47	4.30	3.53	2.99
现金比率	0.55	3.47	2.79	2.32
资产负债率 (%)	41.95	19.62	21.64	24.14
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	48.52	50.00	51.00	53.00
存货周转天数	92.78	80.00	75.00	70.00
总资产周转率	0.99	0.69	0.60	0.71
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.20	1.90	2.70	3.79
每股净资产	4.86	17.98	20.69	24.48
每股经营现金流	0.79	2.23	3.22	4.54
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	57	36	25	18
PB	14.0	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	45.70	29.29	20.69	14.51
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	70	111	158	222
折旧和摊销	11	12	19	29
营运资金变动	-30	7	10	15
<b>经营活动现金流</b>	<b>46</b>	<b>131</b>	<b>188</b>	<b>266</b>
资本开支	-52	-158	-111	-119
投资	-7	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-56</b>	<b>-156</b>	<b>-109</b>	<b>-114</b>
股权募资	0	656	0	0
债务募资	18	-1	-1	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-5</b>	<b>655</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-13</b>	<b>630</b>	<b>76</b>	<b>150</b>

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026