

301018.SZ

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 27.38

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(28.8)	(6.0)	(27.3)	(27.0)
相对深圳成指	(22.9)	0.1	(23.8)	(16.4)

发行股数 (百万)	265.94
流通股 (百万)	88.55
总市值 (人民币 百万)	7,281.49
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	160.83
主要股东	
崔颖琦	20.82

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 9 月 1 日收市价为标准

相关研究报告

《申菱环境》20230430

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备：通用设备

证券分析师：陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060002

证券分析师：曹鸿生

(8621)20328513

hongsheng.cao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523070002

申菱环境

旧厂房拆除致净利润短期承压，新能源+热泵有望打开成长空间

公司公布 2023 年半年报，2023 年上半年公司实现营业收入 11.49 亿元，同比增长 6.34%，实现归母净利润 0.87 亿元，同比减少 15.56%，扣非归母净利润 1.03 亿元，同比增长 12.64%；单二季度实现营业收入 6.87 亿元，同比增长 6.30%，实现归母净利润 0.46 亿元，同比减少 31.27%，扣非归母净利润 0.65 亿元，同比增长 8.57%。公司作为国内优质的专用性空调制造商，未来有望充分受益于数据中心温控、储能以及热泵等领域的需求的释放，继续维持买入评级。

支撑评级的要点

- **数据服务和工业板块快速增长，公司营业收入稳健增长。**2023 年上半年公司实现营业收入 11.49 亿元，同比增长 6.34%。分业务版块来看，1) 数据服务板块，上半年营收同比增长 13.52%，主要是由于数据中心建设持续高热，带动了公司数据服务空调的收入规模持续增长；2) 工业板块，上半年营收同比增长 51.32%，主要是由于新能源业务逐步进入批量交付，上半年实现营收 1.75 亿元，同比增长 23.7 倍；3) 特种板块，营收同比下降 35.16%，主要是由于项目交付和确认收入进度较慢所致，预计下半年随着特种板块客户项目建设交付和确认收入进度加快，特种板块营收将持续改善；4) 公建及商用板块，新的热储制造基地已于 2023 年 6 月份正式投产，预计随着相关业务的拓展，将带动公建及商用空调的快速增长。
- **毛利率持续提升，旧厂房拆除致净利润短期承压。**23 年上半年受益于铜等原材料价格的下降以及产品结构的变化，公司整体毛利率为 28.99%，同比提高 1.74pct，实现持续稳步提升。净利率和净利润方面，上半年公司整体净利率 7.61%，同比下降 2.06pct，归母净利润 0.87 亿元，同比减少 15.56%，净利润承压的主要原因是新基建领域智能温控设备智能制造项目旧厂房拆除产生损失 2,211.97 万元，以及股权激励产生股份支付计提费用 2,610.99 万元，如果剔除以上两项影响后，归母净利润较上年同期增长 25.22%。
- **积极拓展新领域，新能源+热泵打开公司成长空间。**公司作为专业空调领域的龙头企业，具备较强的技术能力、项目经验，积极拓展新能源和热泵新领域。公司 2022 年成立专职新能源行业线加快新能源业务拓展，与客户合作持续良性发展，2023 年新能源业务逐步进入批量交付，另外公司于 2022 年投资成立申菱热储，借助在工业特种领域应用的热泵技术积累，将面向欧洲市场为客户提供热泵及光储热一体化产品，该基地已经于 2023 年 6 月份正式投产，未来新能源+热泵产品将为公司成长带来新的动力。

估值

- 综合考虑公司各项业务的拓展情况及上半年的业绩情况，调整公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年营业收入为 31.89/42.16/50.33 亿元，归母净利润 2.05/3.18/3.98 亿元，对应 PE 为 35.6/22.9/18.3 倍，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 下游需求不及预期；原材料价格波动的风险；行业竞争加剧的风险；技术快速迭代的

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	1,798	2,221	3,189	4,216	5,033
增长率(%)	22.6	23.5	43.6	32.2	19.4
EBITDA(人民币 百万)	186	220	345	479	590
归母净利润(人民币 百万)	140	166	205	318	398
增长率(%)	12.6	18.5	23.0	55.5	25.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.53	0.63	0.77	1.20	1.50
原先预测全面摊薄每股收益 (人民币)			0.98	1.47	2.06
调整幅度(%)			(21.8)	(18.5)	(27.2)
市盈率(倍)	51.9	43.8	35.6	22.9	18.3
市净率(倍)	5.1	4.6	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA(倍)	38.0	42.6	23.1	15.9	12.8
每股股息 (人民币)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
股息率(%)	0.7	0.6	0.8	1.3	1.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 半年报财务摘要

(人民币, 百万)	2022 年 H1	2023 年 H1	同比(%)
营业收入	1,080.90	1,149.46	6.34
营业成本	786.39	816.28	3.80
营业税金及附加	5.86	9.61	64.13
管理费用	62.34	90.64	45.40
销售费用	71.90	76.88	6.94
营业利润	117.52	119.38	1.59
资产减值	(6.02)	3.45	/
财务费用	3.57	7.93	121.92
投资收益	(0.21)	0.24	/
营业外收入	0.51	0.55	8.60
营业外支出	0.88	22.85	2,509.84
利润总额	117.15	97.09	(17.12)
所得税	12.65	9.61	(24.00)
少数股东损益	1.57	0.56	(64.55)
归属于母公司的净利润	102.93	86.92	(15.56)
基本每股收益(元)	0.43	0.34	(20.93)
毛利率(%)	27.25	28.99	1.74 个百分点
净利率(%)	9.67	7.61	(2.06)个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,798	2,221	3,189	4,216	5,033
营业收入	1,798	2,221	3,189	4,216	5,033
营业成本	1,300	1,604	2,310	3,059	3,670
营业税金及附加	9	15	19	25	30
销售费用	142	168	238	312	367
管理费用	103	149	207	253	292
研发费用	76	97	144	181	201
财务费用	11	15	12	6	3
其他收益	19	36	15	10	10
资产减值损失	4	(8)	(5)	(5)	(5)
信用减值损失	(15)	(13)	(15)	(20)	(20)
资产处置收益	0	(2)	(2)	(2)	(2)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	162	184	251	361	451
营业外收入	2	1	2	2	2
营业外支出	6	4	25	5	5
利润总额	157	181	228	358	447
所得税	15	11	23	36	45
净利润	143	169	205	322	402
少数股东损益	2	3	1	4	4
归母净利润	140	166	205	318	398
EBITDA	186	220	345	479	590
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.53	0.63	0.77	1.20	1.50

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,996	2,233	4,069	4,305	5,068
货币资金	296	262	998	872	1,007
应收账款	787	1,063	1,418	1,838	1,937
应收票据	15	48	8	62	8
存货	628	586	1,160	1,050	1,499
预付账款	75	49	130	107	178
合同资产	152	182	267	294	318
其他流动资产	42	42	88	83	120
非流动资产	1,238	1,386	1,525	1,632	1,719
长期投资	1	0	0	0	0
固定资产	269	881	1,167	1,274	1,356
无形资产	151	160	173	184	193
其他长期资产	818	345	184	174	169
资产合计	3,235	3,619	5,594	5,938	6,786
流动负债	1,315	1,363	2,200	2,547	3,109
短期借款	282	276	200	200	238
应付账款	521	563	998	1,228	1,463
其他流动负债	512	524	1,002	1,119	1,408
非流动负债	476	661	851	618	617
长期借款	275	441	636	400	400
其他长期负债	200	220	215	218	217
负债合计	1,791	2,024	3,051	3,165	3,726
股本	240	240	266	266	266
少数股东权益	4	9	10	14	18
归属母公司股东权益	1,440	1,586	2,533	2,759	3,043
负债和股东权益合计	3,235	3,619	5,594	5,938	6,786

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	143	169	205	322	402
折旧摊销	30	54	94	119	143
营运资金变动	(208)	(220)	(186)	(16)	(102)
其他	74	59	5	14	4
经营活动现金流	38	62	118	438	447
资本支出	(367)	(207)	(228)	(228)	(228)
投资变动	0	0	0	0	0
其他	1	1	(3)	(3)	(3)
投资活动现金流	(366)	(206)	(231)	(231)	(231)
银行借款	(71)	159	119	(236)	38
股权融资	367	(69)	742	(92)	(115)
其他	(7)	(1)	(14)	(5)	(4)
筹资活动现金流	288	88	848	(333)	(81)
净现金流	(40)	(55)	735	(126)	135

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	22.6	23.5	43.6	32.2	19.4
营业利润增长率(%)	15.5	13.3	36.9	43.7	24.8
归属于母公司净利润增长率(%)	12.6	18.5	23.0	55.5	25.2
息税前利润增长率(%)	14.2	6.5	51.4	43.3	24.2
息税折旧前利润增长率(%)	16.8	18.0	57.3	38.6	23.3
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	12.6	18.5	23.0	55.5	25.2
获利能力					
息税前利润率(%)	8.7	7.5	7.9	8.5	8.9
营业利润率(%)	9.0	8.3	7.9	8.6	9.0
毛利率(%)	27.7	27.8	27.6	27.4	27.1
归母净利润率(%)	7.8	7.5	6.4	7.5	7.9
ROE(%)	9.7	10.5	8.1	11.5	13.1
ROIC(%)	6.6	5.7	7.0	10.4	12.2
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	0.2	0.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)
流动比率	1.5	1.6	1.8	1.7	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	2.5	2.4	2.6	2.6	2.7
应付账款周转率	3.8	4.1	4.1	3.8	3.7
费用率					
销售费用率(%)	7.9	7.5	7.5	7.4	7.3
管理费用率(%)	5.7	6.7	6.5	6.0	5.8
研发费用率(%)	4.3	4.4	4.5	4.3	4.0
财务费用率(%)	0.6	0.7	0.4	0.1	0.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.5	0.6	0.8	1.2	1.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.1	0.2	0.4	1.6	1.7
每股净资产(最新摊薄)	5.4	6.0	9.5	10.4	11.4
每股股息	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	51.9	43.8	35.6	22.9	18.3
P/B(最新摊薄)	5.1	4.6	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	38.0	42.6	23.1	15.9	12.8
价格/现金流(倍)	191.5	116.9	61.4	16.6	16.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371