

下游景气度拖累营收表现，毛利率延续改善趋势

➤ 事件回顾：

2023 年 10 月 25 日，公司发布 2023 年三季度业绩，2023Q1-Q3 公司实现营收 4.04 亿元，同比+25.05%；实现归母净利润 0.63 亿元，同比+38.44%；单季度看，2023Q3 公司实现营收 1.51 亿元，同比+11.64%，实现归母净利润 0.26 亿元，同比+8.46%。

➤ 受下游地产链景气度的综合影响，公司 23Q3 营收增速放缓：

23Q3 公司主营业务收入同比+11.64%，增速环比下滑 26.32pct，涡旋压缩机主要应用于轻型商用场景，公司主营业务与非住宅类地产工程项目景气度、下游整机厂出货关联度较高，23 年 Q2/Q3 我国办公楼竣工面积 537.58/441.86 万平方米，同比分别+52.21%/+10.87%，Q3 竣工面积绝对值及增速较 Q2 均出现了一定程度下滑，叠加上半年空调厂加速排产给渠道带来一定库存压力的可能性下，公司 Q3 营收增速有所放缓。

➤ 持续推进大冷量产品、积极开拓海外客户，Q3 毛利率延续提升趋势：

23Q3 公司实现毛利率 28.96%，同比小幅提升 1.46pct，延续了前两个季度的同比增长趋势。原材料价格保持平稳，今年 Q3 铜、钢铁等主要原材料的价格较去年往期基本位于同一价格区间；产品结构方面，公司持续推进 30HP 平台的大冷量产品出货、积极开拓海外需求，规模效应及出货结构提升等因素下公司产品毛利率持续提升。23Q3 公司销售 / 管理 / 研发 / 财务 费用率 分别为 3.06%/3.81%/4.22%/-0.80%，同比分别+0.62/+0.58/+1.25/+0.58pcts，期间费用率有所提升，我们认为或与公司开拓一、二线商用空调客户、扩大销售及海外团队、持续推进 30HP 平台产品研发等因素有关，综合影响下，公司 23Q3 归母净利率 17.01%，同比小幅下滑 0.50pct。

➤ 投资建议：

受地产链开工、销售景气度及非住宅类竣工数据 Q3 环比下行等因素影响，公司 Q3 营收增速环比略有承压。公司持续推进海外市场建设，加大高冷量、车用压缩机等项目研发投入，预计 23 全年期间费用率同比有所上升，但季环比基本保持稳定，控费能力较强。涡旋压缩机国产替代逻辑清晰，短期需求层面的波动不改渗透率上行的长期趋势，公司作为内资唯一一家可向下游多个客户大批量出货的涡旋压缩机制造商具备较强稀缺性。我们预计公司 2023-2025 年实现营收 5.6/7.2/9.8 亿元，同比增长 25.8%/28.2%/35.2%，实现归母净利润 0.9/1.2/1.6 亿元，同比增长 28.1%/34.1%/34.9%，当前市值对应 PE 为 35/26/20 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。

推荐
维持评级
当前价格：
54.55 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) 2023 年半年报点评：

毛利率大幅改善，业绩超预期-2023/08/25

2. 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

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	564	723	977
增长率（%）	17.0	25.8	28.2	35.2
归属母公司股东净利润（百万元）	70	90	121	163
增长率（%）	44.5	28.1	34.1	34.9
每股收益（元）	1.20	1.54	2.07	2.79
PE	45	35	26	20
PB	11.2	3.1	2.8	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	448	564	723	977
营业成本	332	400	510	687
营业税金及附加	2	3	3	4
销售费用	11	17	22	29
管理费用	14	23	28	37
研发费用	15	25	33	46
EBIT	76	98	129	176
财务费用	-4	-4	-9	-8
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	2	2	2	4
营业利润	81	104	139	187
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	81	104	139	187
所得税	11	13	18	24
净利润	70	90	121	163
归属于母公司净利润	70	90	121	163
EBITDA	86	110	148	205

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	87	695	732	818
应收账款及票据	60	76	100	140
预付款项	2	2	2	3
存货	84	87	104	131
其他流动资产	91	95	97	101
流动资产合计	324	954	1,035	1,193
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
非流动资产合计	166	314	407	497
资产合计	490	1,269	1,442	1,690
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	119	140	179	241
其他流动负债	38	48	62	85
流动负债合计	158	188	241	326
长期借款	24	24	24	24
其他长期负债	24	25	25	25
非流动负债合计	48	50	50	50
负债合计	206	238	290	375
股本	44	59	59	59
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	284	1,031	1,152	1,315
负债和股东权益合计	490	1,269	1,442	1,690

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	17.02	25.84	28.21	35.19
EBIT 增长率	42.91	30.35	30.58	37.06
净利润增长率	44.50	28.08	34.12	34.86
盈利能力 (%)				
毛利率	25.94	29.11	29.47	29.76
净利润率	15.70	15.98	16.72	16.68
总资产收益率 ROA	14.36	7.10	8.38	9.64
净资产收益率 ROE	24.74	8.74	10.49	12.40
偿债能力				
流动比率	2.06	5.08	4.31	3.66
速动比率	1.47	4.57	3.83	3.23
现金比率	0.55	3.70	3.05	2.51
资产负债率 (%)	41.95	18.73	20.12	22.20
经营效率				
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	0.64	0.53	0.62
每股指标 (元)				
每股收益	1.20	1.54	2.07	2.79
每股净资产	4.86	17.62	19.69	22.47
每股经营现金流	0.79	1.87	2.54	3.46
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	45	35	26	20
PB	11.2	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	32.31	25.26	18.82	13.57
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表 (百万元)				
净利润	70	90	121	163
折旧和摊销	11	12	19	29
营运资金变动	-30	8	7	11
经营活动现金流	46	109	149	203
资本开支	-52	-158	-111	-119
投资	-7	0	0	0
投资活动现金流	-56	-155	-109	-115
股权募资	0	656	0	0
债务募资	18	-2	0	0
筹资活动现金流	-5	653	-2	-2
现金净流量	-13	608	38	86

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