

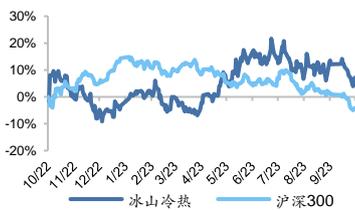
费用率略超预期，看好新兴业务持续拓展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-26

收盘价 (元)	5.19
近 12 个月最高/最低 (元)	5.92/4.35
总股本 (百万股)	843.21
流通股本 (百万股)	841.54
流通股比例 (%)	99.80
总市值 (亿元)	43.76
流通市值 (亿元)	31.14

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

相关报告

- 《冰山冷热：业绩符合预期，各业务线持续快速增长》2023-08-25
- 《冰山冷热：聚焦冷热事业，重回上升通道》2023-07-18

主要观点：

● 公司发布三季报

公司发布 2023 年三季度报告，截止 2023Q3 实现营业收入 36.02 亿元 (+76.22%)，归母净利润 0.72 亿元 (+795.39%)，扣非后归母净利润为 0.47 亿元 (+476.34%)，经营活动现金流净额-1.66 亿元 (+43.62%)，加权平均净资产收益率为 2.34% (+2.07pct)，营收和净利润持续双增长。

● 子公司并表增大各项费用率，影响短期利润率

2023Q1-Q3，公司各项期间费用率较中报有所上升。其中，销售费用同比增长 82.9%，销售费用率为 4.7%，一方面系松洋压缩机、松洋冷机、松洋制冷并表影响，另一方面系公司业务推广较好，销售订单增加；管理费用方面受并表影响同比增长 58.8%，管理费用率达 4.8%；财务费用方面，财务费用同比增长 199%，费用率为 0.7%，除了并表因素外，并购贷款的利息增加也有所影响。从研发端来看，公司研发费用同比增长 120%，研发费用率提升至 3.2%，较去年同期增长 0.64pct，究其原因，子公司纳入合并范围虽对整体研发费用有所拉动，但更多的是来自于公司对产品研究的投入持续加大。

● 看好公司在工商业制冷领域的持续拓展，各业务线均有望实现高增

公司深耕行业多年，冷热技术实力强劲，在工业制冷领域已经接近国际主要竞争对手的技术水平，并在部分领域实现了赶超；在商业制冷领域公司不断承接重点工程项目；在 CCUS、储能热管理等新业务领域持续发力。我们认为，松洋系公司收购后能与公司原有业务实现协同，有利于公司各项业务的未来发展。

● 投资建议

考虑到食品农产品冷链与工业制冷设备发展势头较好，其他新业务布局完善，我们看好公司未来长期发展。但短期来看，由于松洋制冷、松洋压缩机等子公司并表后，费用率水平略高于我们前期假设，我们下修盈利预测为：2023-2025 年预测营业收入为 45.17/56.05/65.37 亿元（前值为 47.54/58.30/69.29 亿元）；2023-2025 年预测归母净利润分别为 0.89/2.04/3.02 亿元（前值为 1.10/2.41/3.49 亿元）；2023-2025 年对应的 EPS 为 0.11/0.24/0.36 元（前值为 0.13/0.29/0.41 元）。公司当前股价对应的 PE 为 49/21/14 倍。维持“买入”投资评级。

● 风险提示

1) 政策波动风险；2) 市场竞争加剧影响利润率的风险；3) 原材料大幅波动的风险；4) 研究依据的信息更新不及时，未能充分反映公司最新状况的风险。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,893	4,517	5,605	6,537
收入同比 (%)	38.5%	56.1%	24.1%	16.6%
归属母公司净利润	18	89	204	302
净利润同比 (%)	-106.8%	390.1%	128.0%	48.0%
毛利率 (%)	12.3%	16.5%	18.1%	19.1%
ROE (%)	0.6%	2.9%	6.4%	8.9%
每股收益 (元)	0.02	0.11	0.24	0.36
P/E	206.93	48.92	21.45	14.49
P/B	1.26	1.42	1.34	1.24
EV/EBITDA	37.77	18.70	13.37	10.56

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,875	6,179	8,037	8,039	营业收入	2,893	4,517	5,605	6,537
现金	1,006	1,355	1,401	1,438	营业成本	2,538	3,773	4,593	5,288
应收账款	2,142	2,619	3,596	3,581	营业税金及附加	22	34	43	50
其他应收款	51	73	91	106	销售费用	154	217	242	269
预付账款	172	245	304	355	管理费用	263	388	448	510
存货	1,395	1,733	2,453	2,336	财务费用	12	52	93	130
其他流动资产	108	1,887	2,644	2,559	资产减值损失	158	(13)	0	0
非流动资产	2,727	3,318	4,217	5,368	公允价值变动收益	(47)	0	0	0
长期投资	563	418	418	418	投资净收益	307	31	40	48
固定资产	1,229	1,773	2,542	3,553	营业利润	14	103	234	346
无形资产	168	186	206	228	营业外收入	12	0	0	0
其他非流动资产	767	940	1,051	1,169	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	7,602	9,496	12,254	13,407	利润总额	21	103	234	346
流动负债	3,613	5,414	7,969	8,837	所得税	1	5	12	17
短期借款	337	1,237	2,328	2,989	净利润	20	97	222	329
应付账款	2,853	3,547	4,874	4,965	少数股东损益	2	8	18	27
其他流动负债	424	630	767	883	归属母公司净利润	18	89	204	302
非流动负债	928	928	928	928	EBITDA	128	338	555	765
长期借款	715	715	715	715	EPS (元)	0.02	0.11	0.24	0.36
其他非流动负债	213	213	213	213					
负债合计	4,542	6,342	8,897	9,765	主要财务比率				
少数股东权益	54	62	80	107	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
股本	843	843	843	843	成长能力				
资本公积	717	737	782	843	营业收入	38.48%	56.12%	24.10%	16.63%
留存收益	1,446	1,511	1,652	1,848	营业利润	-105.03%	617.40%	128.02%	48.04%
归属母公司股东权益	3,006	3,092	3,276	3,534	归属于母公司净利润	-106.78%	390.06%	128.02%	48.04%
负债和股东权益	7,602	9,496	12,254	13,407	获利能力				
					毛利率(%)	12.29%	16.47%	18.05%	19.11%
					净利率(%)	0.63%	1.98%	3.64%	4.62%
					ROE(%)	0.61%	2.93%	6.41%	8.87%
					ROIC(%)	1.95%	3.19%	5.39%	6.58%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	59.74%	66.79%	72.61%	72.84%
					净负债比率(%)	1.51%	18.94%	48.91%	62.23%
					流动比率	1.35	1.14	1.01	0.91
					速动比率	0.96	0.82	0.70	0.65
					营运能力				
					总资产周转率	0.43	0.53	0.52	0.51
					应收账款周转率	1.79	1.90	1.80	1.82
					应付账款周转率	1.09	1.18	1.09	1.07
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.02	0.11	0.24	0.36
					每股经营现金流(最新摊薄)	(0.07)	0.28	0.18	1.11
					每股净资产(最新摊薄)	3.57	3.67	3.89	4.19
					估值比率				
					P/E	206.9	48.9	21.5	14.5
					P/B	1.3	1.4	1.3	1.2
					EV/EBITDA	37.77	18.70	13.37	10.56

资料来源: WIND, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业14年，曾多次获得新财富分析师。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。