

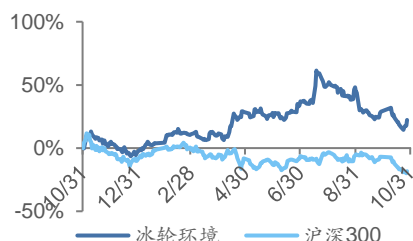
利润率持续提升，下游冷链需求维持高景气

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-29

收盘价（元）	14.05
近12个月最高/最低（元）	18.88/10.50
总股本（百万股）	763.11
流通股本（百万股）	745.82
流通股比例（%）	97.73%
总市值（亿元）	107.22
流通市值（亿元）	107.22

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

- 《冷热设备龙头，氢能及CCUS设备加速成长》2023-05-10
- 《工业制冷设备业务高增，冷链需求良好》2023-09-01

主要观点：

● 公司发布三季报

公司发布2023年三季报，2023年Q1-Q3实现营收55.76亿元，(+29.77%)；归母净利润5.65亿元，(+71.51%)；扣非后归母净利润为5.33亿元，(+89.19%)；基本每股收益0.74元，(+68.18%)；加权平均净资产收益率10.90%，(+4.05pct)。公司营收及净利润维持高增长，符合预期。

● 公司利润率持续提升，工商业冷链市场维持高景气

整体来看，2023年Q1-Q3公司毛利率为26.13%，同比增长3.43pct，净利率达10.27%，同比提升2.48pct。单季度来看，2023年三季度毛利率为29.15%，净利率为10.45%。公司盈利能力持续提升，究其原因，一方面系产品结构的持续改善，工业领域设备产品毛利率水平较高，占比持续提升；另一方面系公司对费用的把控。2023年前三季度公司管理费用率为4.26%，同比降低0.09pct；销售费用率为8.35%，同比降低0.49pct。而研发方面，公司2023Q1-Q3研发费用达2.08亿元，研发费用率为3.72%，同比增长0.60pct，主要系公司加大研发投入，增加支付职工薪酬、耗材及技术开发费用。长期来看，目前国内冷冻冷链市场整体仍处于成长周期，而能源化工等工业冷冻设备市场也处于国产替代的关键阶段，公司相应设备业务有望持续高增长。

● 核心制冷技术实力强劲，持续拓展下游新工业场景

公司作为国内老牌制冷压缩机，技术研发实力较强，在制冷压缩机方面，可提供-271℃-200℃温度区间、0Mpa-90Mpa压力范围的产品及服务，并突破石油、化工等领域的技术封锁，成功进入三桶油客户并在多工业领域提供可靠的国产化设备；在中央空调方面，顿汉布什的产品得到市场高度认可；在制冷及CCUS等新业务方面，公司持续发力，各项业务均有所突破，前景广阔。

● 投资建议

冷链行业维持高景气度，我们看好公司冷热业务的长期发展，同时考虑到股权激励方案预计产生的各期会计成本，调整盈利预测为公司2023-2025年营业收入预测为80.7/101.0/120.4亿元（前值为80.7/101.0/120.4亿元），归母净利润调整为6.99/8.75/10.36亿元（前值为7.51/9.41/11.15亿元），以当前总股本7.63亿股计算的摊薄EPS为0.92/1.15/1.36元。当前股价对应的PE倍数为15/12/10倍，维持“买入”投资评级。

● 风险提示

1) 市场波动风险；2) 原材料价格波动风险；3) 汇率风险；4) 应收账款回收风险；5) 核心技术人员流失。

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	6,102	8,071	10,097	12,037
收入同比(%)	13.3%	32.3%	25.1%	19.2%
归属母公司净利润	426	699	875	1,036
净利润同比(%)	41.5%	64.1%	25.2%	18.4%
毛利率(%)	22.7%	24.6%	24.9%	25.1%
ROE(%)	8.8%	13.3%	14.7%	15.3%
每股收益(元)	0.57	0.92	1.15	1.36
P/E	19.44	15.35	12.25	10.35
P/B	1.68	1.93	1.70	1.49
EV/EBITDA	14.90	12.81	9.74	8.23

资料来源：wind，华安证券研究所



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	6,881	7,726	10,157	11,299	营业收入	6,102	8,071	10,097	12,037
现金	2,258	2,421	3,331	3,718	营业成本	4,717	6,082	7,582	9,018
应收账款	2,075	2,585	2,968	3,652	营业税金及附加	38	42	52	62
其他应收款	82	105	131	156	销售费用	537	694	867	1,032
预付账款	255	324	406	484	管理费用	504	683	852	1,015
存货	1,425	1,273	2,090	1,909	财务费用	(27)	3	(4)	(9)
其他流动资产	786	2,290	3,322	3,289	资产减值损失	69	(41)	(54)	(60)
非流动资产	4,012	4,261	4,545	4,869	公允价值变动收益	(11)	0	0	0
长期投资	352	352	352	352	投资净收益	160	112	112	112
固定资产	1,231	1,398	1,593	1,816	营业利润	460	767	962	1,138
无形资产	222	282	350	428	营业外收入	6	4	4	5
其他非流动资产	2,207	2,230	2,251	2,274	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	10,892	11,987	14,702	16,168	利润总额	462	768	962	1,140
流动负债	5,294	5,742	7,676	8,224	所得税	40	51	63	75
短期借款	858	873	905	1,078	净利润	423	718	899	1,065
应付账款	3,472	3,626	5,222	5,303	少数股东损益	(3)	19	24	28
其他流动负债	964	1,243	1,549	1,842	归属母公司净利润	426	699	875	1,036
非流动负债	315	315	315	315	EBITDA	614	906	1,112	1,305
长期借款	11	11	11	11	EPS (元)	0.57	0.92	1.15	1.36
其他非流动负债	303	303	303	303					
负债合计	5,608	6,057	7,990	8,538	主要财务比率				
少数股东权益	344	364	387	416	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
股本	746	763	763	763	成长能力				
资本公积	434	489	556	634	营业收入	13.34%	32.27%	25.11%	19.21%
留存收益	3,759	4,314	5,005	5,817	营业利润	31.78%	66.94%	25.34%	18.37%
归属母公司股东权益	4,939	5,567	6,324	7,214	归属于母公司净利润	41.54%	64.06%	25.25%	18.45%
负债和股东权益	10,892	11,987	14,702	16,168	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	22.69%	24.64%	24.91%	25.08%
单位:百万元					净利率(%)	6.98%	8.66%	8.67%	8.61%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	8.78%	13.30%	14.72%	15.31%
经营活动现金流	642	683	1,478	835	ROIC(%)	9.32%	12.47%	15.09%	16.97%
净利润	423	718	899	1,065	偿债能力				
折旧摊销	110	135	153	175	资产负债率(%)	51.49%	50.53%	54.35%	52.81%
财务费用	(27)	3	(4)	(9)	净负债比率(%)	-26.27%	-25.91%	-35.97%	-34.45%
投资损失	(160)	(112)	(112)	(112)	流动比率	1.30	1.35	1.32	1.37
营运资金变动	263	(61)	542	(283)	速动比率	1.03	1.12	1.05	1.14
其他经营现金流	33	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	349	(459)	(487)	(484)	总资产周转率	0.59	0.71	0.76	0.78
资本支出	(345)	(385)	(437)	(498)	应收账款周转率	3.16	3.46	3.64	3.64
长期投资	496	(75)	(50)	15	应付账款周转率	1.49	1.71	1.71	1.71
其他投资现金流	197	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(252)	(60)	(82)	36	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.92	1.15	1.36
短期借款	284	15	31	174	每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.89	1.94	1.09
长期借款	(378)	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.62	7.29	8.29	9.45
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	19.4	15.3	12.3	10.3
其他筹资现金流	(158)	(75)	(113)	(137)	P/B	1.7	1.9	1.7	1.5
现金净增加额	739	163	909	388	EV/EBITDA	14.90	12.81	9.74	8.23

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。