

# 申菱环境 (301018. SZ)

## 第三季度净利润增长 84%，业绩环比提速显著

买入

### 核心观点

**第三季度净利润增长 84%，业绩环比提速显著。**公司是温控设备综合解决方案商，面向工业、数据中心、新能源等多场景布局。前三季度，公司实现营业收入 18.6 亿元，同比增长 19.6%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比增长 9.0%。其中，单三季度公司营业收入为 7.1 亿元，同比增长 50.0%；归母净利润为 0.6 亿元，同比增长 84.1%。

上半年，受制于部分订单交付和确认节奏，以及旧厂房拆除影响非经常性损益等影响，公司业绩增长放缓，二季度收入同比增长 6.3%、归母净利润同比下降 31%。三季度公司订单交付逐步向好，业绩环比提速显著。

**加强费用管控，净利率同比提升。**第三季度公司毛利率为 26.9%，同比下降 3.9pct。但受益于公司加强费用管控，费用率下降显著，净利率同比提升 1.4pct。具体来看，第三季度公司销售费用率为 6.76%，同比下降 2.0pct；管理费用率为 5.58%，同比下降 3.3pct；研发费用率 5.03%，同比增长 0.3pct。

**AI 服务器液冷应用加速，新能源与热泵前景广阔。**随着 AI 发展，算力中心建设有望加速液冷应用，据 IDC 数据，2023 年上半年国内液冷服务器市场规模同比增长 283%。公司液冷产品可用于冷板式和浸没式系统，截至 2022 年底，累计交付规模超过 500MW，实现前瞻布局，有望受益液冷应用趋势。

新能源板块公司实现批量交付，上半年实现营收 1.75 亿元，同比增长 23.7 倍，有望持续受益下游需求高景气。公司成立合资公司，积极布局热泵生产，面向欧洲市场为客户提供热泵及光储热一体化产品，热储制造基地已于 2023 年 6 月份正式投产，后续有望贡献增量增长。

**风险提示：**新能源发展不及预期；液冷技术应用不及预期；行业竞争加剧。

**投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。**

维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.4/3.2/4.0 亿元，当前股价对应当前 PE 分别为 30/23/18 倍。长期来看，公司积淀了较强的特定场景解决方案能力，已布局的数据中心、新能源等领域具有较高成长性，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,798	2,221	3,250	4,100	5,034
(+/-%)	22.6%	23.5%	46.3%	26.2%	22.8%
净利润(百万元)	140	166	239	315	399
(+/-%)	12.6%	18.5%	43.6%	32.0%	26.7%
每股收益(元)	0.58	0.69	0.90	1.18	1.50
EBIT Margin	9.3%	8.4%	9.3%	9.2%	9.4%
净资产收益率(ROE)	9.7%	10.5%	13.8%	16.4%	18.4%
市盈率(PE)	46.1	38.9	30.1	22.8	18.0
EV/EBITDA	42.6	36.1	23.0	19.4	17.0
市净率(PB)	4.50	4.08	4.14	3.73	3.31

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

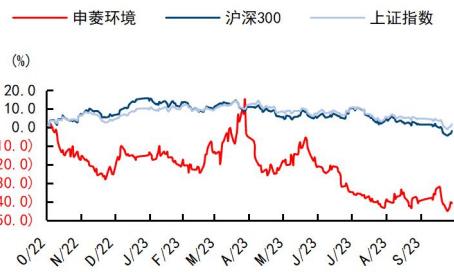
#### 通信·通信设备

证券分析师：马成龙	联系人：钱嘉隆
021-60933150	021-60375445
machenglong@guosen.com.cn	qianjialong@guosen.com.cn
S0980518100002	

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	26.98 元
总市值/流通市值	7178/3051 百万元
52 周最高价/最低价	56.12/24.70 元
近 3 个月日均成交额	119.93 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《申菱环境 (301018.SZ) -旧厂房拆除影响短期业绩，新能源业务批量交付》——2023-08-31
- 《申菱环境-301018.SZ-温控设备综合解决方案商，多场景协同增长》——2023-03-13
- 《申菱环境 (301018.SZ) -三季度净利润增长超 70%，毛利率水平环比持续提升》——2022-10-28
- 《申菱环境 (301018.SZ) -上半年各版块业务表现亮眼，液冷产品实现翻倍以上增长》——2022-08-29
- 《申菱环境 (301018.SZ) -成立热储科技公司，发力欧洲及全球光储热市场》——2022-07-28

**图1：申菱环境营业收入及增速（单位：百万元、%）**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图2：申菱环境单季营业收入及增速（单位：百万元、%）**

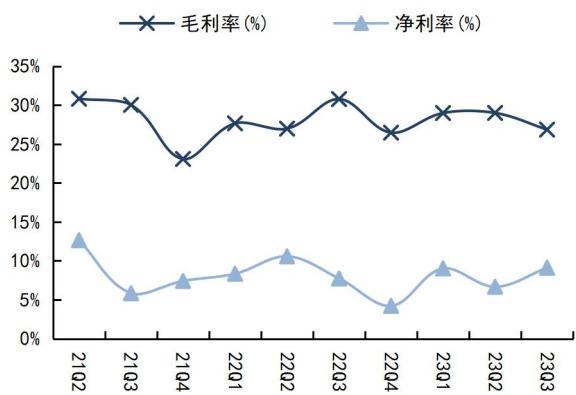

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图3：申菱环境归母净利润及增速（单位：百万元、%）**

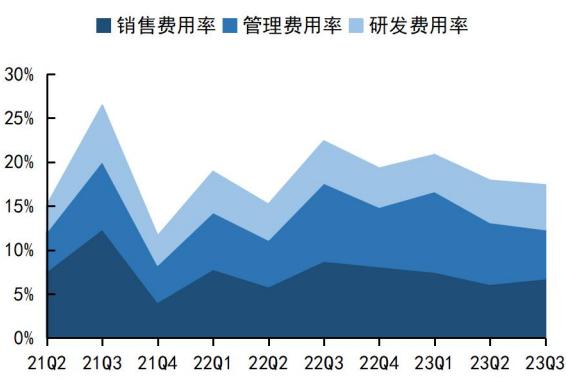

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图4：申菱环境单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）**

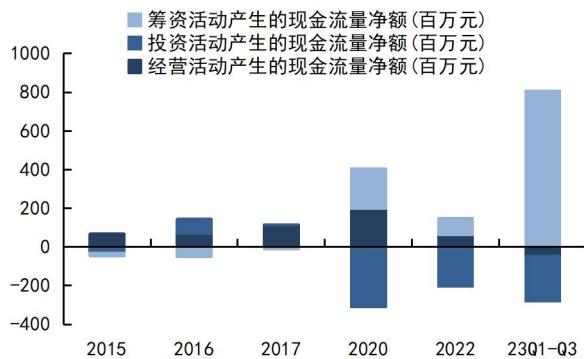

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图5：申菱环境单季度毛利率、净利率变化情况**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图6：申菱环境三项费用率变化情况**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图7：申菱环境现金流量情况（百万元）**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图8：申菱环境存货及季度变动情况（百万元）**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

## 投资建议

维持此前盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.4/3.2/4.0亿元，当前股价对应当前PE分别为30/23/18倍。长期来看，公司积淀了较强的特定场景解决方案能力，已布局的数据中心、新能源等领域具有较高成长性，维持“买入”评级。

**表1：同类公司估值比较**

证券代码	证券简称	投资评级	股价(10月27日)	EPS(元)	PE	PB	总市值(亿元)				
			(10月27日)	2022	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2023E	
301018.SZ	申菱环境	买入	26.98	0.69	0.90	1.18	38.9	30.1	22.8	4.2	72
002837.SZ	英维克	增持	25.99	0.64	0.69	0.93	51.7	37.9	28.1	6.3	147
300990.SZ	同飞股份	无评级	46.14	1.37	1.30	1.95	67.3	35.4	23.7	4.5	78
300499.SZ	高澜股份	无评级	15.99	0.93	0.16	0.59	10.7	98.7	27.0	3.5	49
	平均						42.1	50.5	25.4	4.6	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测；英维克、同飞股份、高澜股份采用Wind一致预期数据

## 风险提示

新能源发展不及预期；液冷技术应用不及预期；行业竞争加剧。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	296	262	300	300	300	<b>营业收入</b>	<b>1798</b>	<b>2221</b>	<b>3250</b>	<b>4100</b>	<b>5034</b>
应收款项	826	1135	1564	1984	2477	营业成本	1300	1604	2308	2917	3596
存货净额	628	586	546	691	858	营业税金及附加	9	15	22	28	34
其他流动资产	246	250	163	205	252	销售费用	142	168	218	275	332
<b>流动资产合计</b>	<b>1996</b>	<b>2233</b>	<b>2573</b>	<b>3180</b>	<b>3886</b>	管理费用	103	149	253	318	384
固定资产	1027	1162	1424	1380	1333	研发费用	76	97	146	185	216
无形资产及其他	151	160	253	347	441	财务费用	11	15	28	28	30
投资性房地产	59	64	64	64	64	投资收益	(2)	(1)	5	(2)	(2)
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(4)	7	5	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3235</b>	<b>3619</b>	<b>4315</b>	<b>4971</b>	<b>5725</b>	其他收入	(65)	(92)	(146)	(185)	(216)
短期借款及交易性金融负债	285	282	518	574	592	营业利润	162	184	285	348	440
应付款项	617	747	1087	1349	1676	营业外净收支	(5)	(3)	(25)	(5)	(5)
其他流动负债	413	334	536	678	838	<b>利润总额</b>	<b>157</b>	<b>181</b>	<b>260</b>	<b>343</b>	<b>435</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1315</b>	<b>1363</b>	<b>2140</b>	<b>2601</b>	<b>3106</b>	所得税费用	15	11	17	22	28
长期借款及应付债券	275	441	211	211	211	少数股东损益	2	3	4	6	7
其他长期负债	200	220	220	220	220	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>140</b>	<b>166</b>	<b>239</b>	<b>315</b>	<b>399</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>476</b>	<b>661</b>	<b>431</b>	<b>431</b>	<b>431</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1791</b>	<b>2024</b>	<b>2571</b>	<b>3031</b>	<b>3537</b>	<b>净利润</b>	<b>140</b>	<b>166</b>	<b>239</b>	<b>315</b>	<b>399</b>
少数股东权益	4	9	12	16	20	资产减值准备	(7)	10	129	2	(5)
股东权益	1440	1586	1732	1924	2168	折旧摊销	27	49	120	149	158
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3235</b>	<b>3619</b>	<b>4315</b>	<b>4971</b>	<b>5725</b>	公允价值变动损失	4	(7)	(5)	0	0
						财务费用	11	15	28	28	30
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(225)	(195)	369	(201)	(224)
每股收益	0.58	0.69	0.90	1.18	1.50	其它	8	(8)	(126)	2	10
每股红利	0.26	0.27	0.35	0.46	0.59	<b>经营活动现金流</b>	<b>(53)</b>	<b>15</b>	<b>725</b>	<b>267</b>	<b>338</b>
每股净资产	6.00	6.61	6.51	7.24	8.15	资本开支	0	(196)	(600)	(200)	(200)
ROIC	13%	13%	18%	20%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	10%	10%	14%	16%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(0)</b>	<b>(195)</b>	<b>(600)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>
毛利率	28%	28%	29%	29%	29%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	8%	9%	9%	9%	负债净变化	(8)	165	(230)	0	0
EBITDA Margin	11%	11%	13%	13%	13%	支付股利、利息	(62)	(65)	(93)	(123)	(156)
收入增长	23%	24%	46%	26%	23%	其它融资现金流	152	(53)	235	56	18
净利润增长率	13%	18%	44%	32%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>11</b>	<b>148</b>	<b>(88)</b>	<b>(67)</b>	<b>(138)</b>
资产负债率	55%	56%	60%	61%	62%	<b>现金净变动</b>	<b>(42)</b>	<b>(33)</b>	<b>38</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	1.0%	1.0%	1.4%	1.9%	2.4%	货币资金的期初余额	338	296	262	300	300
P/E	46.1	38.9	30.1	22.8	18.0	货币资金的期末余额	296	262	300	300	300
P/B	4.5	4.1	4.1	3.7	3.3	企业自由现金流	0	(166)	172	102	175
EV/EBITDA	42.6	36.1	23.0	19.4	17.0	权益自由现金流	0	(55)	151	131	165

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032