

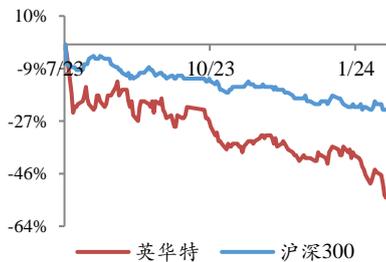
国产替代，增长稳健

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-02-01

收盘价（元）	39.68
近12个月最高/最低（元）	85.39/39.68
总股本（百万股）	59
流通股本（百万股）	15
流通股比例（%）	25.00
总市值（亿元）	23
流通市值（亿元）	6

公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

相关报告

主要观点：

● 国产涡旋压缩机龙头，Q3 增长趋势延续

公司作为首家制冷涡旋式压缩机技术层面打破外资垄断，具备稳定供货能力的中国企业，产品较外资性价比优势明显，国产替代处于加速阶段。公司2023 Q1-3 实现营收4.0亿元，同比+25.1%；扣非净利0.6亿元，同比+41.0%。其中Q3单季度实现营收1.5亿元，同比+11.6%；实现扣非净利0.2亿元，同比+9.6%，增长趋势延续。

● 产能扩张持续，外销打开空间

产能陆续释放，份额有望扩张。公司新建年产50万台涡旋压缩机项目，并已于2021年自筹资金启动，于2022年完成建设，计划于2026年完全达产。2021-2022年公司产能利用率均超100%，产能持续扩张有望带动份额加速提升。

直销+经销+OEM 全面布局海外市场。公司近年来陆续突破恩布拉科、泰康等大客户，在美国、欧洲等成熟市场及巴西、俄罗斯、印度等新兴市场均有布局。2023H1 境外收入0.9亿元，同比+110.5%，占比较2022全年提升6.6pp至36.2%，产品力及性价比优势支撑下，我们认为公司后续外销高增趋势有望延续。

● 投资建议：国产替代逻辑清晰，首次覆盖，给予“买入”评级

制冷涡旋式压缩机迎国产替代机遇，公司产品在热泵+空调+冷冻冷藏+车用等多领域均有看点，预计2023-2025年收入分别为5.93、7.74、9.87亿元，对应增速分别为32.4%、30.5%、27.4%，归母净利润分别为1.00、1.48、1.96亿元，对应增速分别为42.4%、47.2%、32.5%，对应PE分别为23.17、15.74、11.87x。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

需求不及预期；行业竞争加剧；原材料大幅涨价；技术进步不及预期。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	448	593	774	987
收入同比 (%)	17.0%	32.4%	30.5%	27.4%
归属母公司净利润	70	100	148	196
净利润同比 (%)	44.5%	42.4%	47.2%	32.5%
毛利率 (%)	25.9%	28.5%	29.5%	30.5%
ROE (%)	24.7%	9.6%	12.4%	14.1%
每股收益 (元)	1.60	1.71	2.52	3.34
P/E	0.00	23.17	15.74	11.87
P/B	0.00	2.23	1.95	1.68
EV/EBITDA	-0.70	11.69	7.71	4.78

资料来源：wind，华安证券研究所
数据截至2024年2月1日

正文目录

1 国产涡旋压缩机龙头，Q3 增长趋势延续.....	4
2 产能扩张持续，外销打开空间.....	4
3 投资建议：国产替代逻辑清晰，首次覆盖，给予“买入”评级.....	4
风险提示：	5
财务报表与盈利预测	6

图表目录

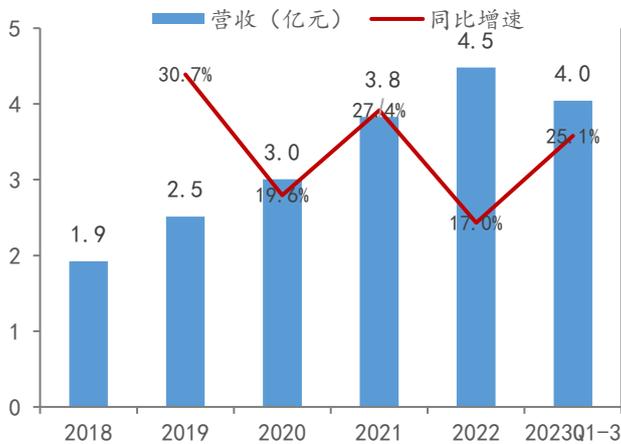
图表 1 公司营收及增速.....	4
图表 2 公司扣非归母净利润及增速.....	4

1 国产涡旋压缩机龙头，Q3 增长趋势延续

公司作为首家制冷涡旋式压缩机技术层面打破外资垄断，具备稳定供货能力的中国企业，产品较外资性价比优势明显，国产替代处于加速阶段。公司制冷涡旋式压缩机技术突破，近年来市占率逐步提升，逐步打破外资寡头垄断的格局，国内市场 CR5(艾默生、江森日立、大金、丹佛斯、松下)从 2015 年的 96.1%下降至 80.3%，2022 年公司市占率则已提升至 5.6%

国产替代红利下，公司维持较快速度增长。公司 2023 Q1-3 实现营收 4.0 亿元，同比+25.1%；扣非净利 0.6 亿元，同比+41.0%。其中 Q3 单季度实现营收 1.5 亿元，同比+11.6%；实现扣非净利 0.2 亿元，同比+9.6%，增长趋势延续。

图表 1 公司营收及增速



图表 2 公司扣非归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

2 产能扩张持续，外销打开空间

产能陆续释放，份额有望扩张。2020、2021、2022 年，公司产能利用率分别为 96.65%、118.60%、128.35%。高周转下公司产能快速扩张，2023 年以 IPO 募资 1.7 亿元用于新建年产 50 万台涡旋压缩机项目，并已于 2021 年自筹资金先行启动，于 2022 年完成建设，计划于 2026 年完全达产。后续有望随产能释放把握国产替代红利，加速份额提升。

直销+经销+OEM 全面布局海外市场。公司近年来陆续突破恩布拉科、泰康等大客户，在美国、欧洲等成熟市场及巴西、俄罗斯、印度等新兴市场均有布局。2023H1 境外收入 0.9 亿元，同比+110.5%，占比较 2022 全年提升 6.6 pp 至 36.2%。产品力及性价比优势支撑下，我们认为公司后续外销高增趋势有望延续。

3 投资建议：国产替代逻辑清晰，首次覆盖，给予“买入”评级

制冷涡旋式压缩机迎国产替代机遇，公司产品在热泵+空调+冷冻冷藏+车用等多

领域均有看点，预计 2023-2025 年收入分别为 5.93、7.74、9.87 亿元，对应增速分别为 32.4%、30.5%、27.4%，归母净利润分别为 1.00、1.48、1.96 亿元，对应增速分别为 42.4%、47.2%、32.5%，对应 PE 分别为 23.17、15.74、11.87x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

需求不及预期；行业竞争加剧；原材料大幅涨价；技术进步不及预期。

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	324	1120	1341	1636	营业收入	448	593	774	987
现金	87	854	1017	1278	营业成本	332	424	546	686
应收账款	60	72	91	106	营业税金及附加	2	3	4	5
其他应收款	1	1	1	2	销售费用	11	14	19	24
预付账款	2	1	2	2	管理费用	14	18	24	30
存货	84	100	137	153	财务费用	-4	0	-11	-12
其他流动资产	91	92	94	96	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	166	180	193	201	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	1	1	1
固定资产	83	107	130	148	营业利润	81	114	168	222
无形资产	10	10	11	11	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	73	63	53	43	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	490	1300	1534	1837	利润总额	81	114	168	222
流动负债	158	206	282	375	所得税	11	14	20	27
短期借款	0	5	10	15	净利润	70	100	148	196
应付账款	111	152	207	265	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	47	49	66	94	归属母公司净利润	70	100	148	196
非流动负债	48	53	63	78	EBITDA	86	129	176	233
长期借款	24	29	39	54	EPS (元)	1.60	1.71	2.52	3.34
其他非流动负债	24	24	24	24					
负债合计	206	259	345	453					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	44	59	59	59	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	102	744	744	744	成长能力				
留存收益	139	239	386	582	营业收入	17.0%	32.4%	30.5%	27.4%
归属母公司股东权益	284	1041	1189	1384	营业利润	45.7%	40.5%	47.2%	32.5%
负债和股东权益	490	1300	1534	1837	归属于母公司净利润	44.5%	42.4%	47.2%	32.5%
					获利能力				
					毛利率 (%)	25.9%	28.5%	29.5%	30.5%
					净利率 (%)	15.7%	16.9%	19.1%	19.8%
					ROE (%)	24.7%	9.6%	12.4%	14.1%
					ROIC (%)	21.1%	9.2%	11.1%	12.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	41.9%	19.9%	22.5%	24.6%
					净负债比率 (%)	72.3%	24.9%	29.0%	32.7%
					流动比率	2.06	5.43	4.75	4.37
					速动比率	1.47	4.91	4.24	3.94
					营运能力				
					总资产周转率	0.99	0.66	0.55	0.59
					应收账款周转率	8.66	9.00	9.47	10.00
					应付账款周转率	2.91	3.23	3.04	2.91
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.60	1.71	2.52	3.34
					每股经营现金流薄)	0.79	2.23	3.10	4.71
					每股净资产	6.48	17.79	20.31	23.66
					估值比率				
					P/E	0.00	23.17	15.74	11.87
					P/B	0.00	2.23	1.95	1.68
					EV/EBITDA	-0.70	11.69	7.71	4.78

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

数据截至 2024 年 2 月 1 日

分析师与研究助理简介

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。