

2024年02月20日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

温控解决方案龙头，有望充分受益于 AI 浪潮

—申菱环境（301018.SZ）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

分析师：黎江涛 S1050521120002

lijt@cfsc.com.cn

联系人：潘子扬 S1050122090009

panzy@cfsc.com.cn

基本数据

2024-02-20

当前股价（元）	19.5
总市值（亿元）	52
总股本（百万股）	266
流通股本（百万股）	113
52周价格范围（元）	15.5-52.72
日均成交额（百万元）	176.35

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

AI 浪潮推动算力需求，公司有望充分受益

2月16日，Open AI 发布文生视频大模型 Sora，在时间长度、多角度镜头、世界模型等方面大幅取得重要突破，或成为实现通用人工智能的重要里程碑，有望进一步提升算力需求。公司为数据中心温控解决方案提供商，产品广泛服务于中国移动、电信、联通、华为、腾讯、阿里巴巴、百度、美团、字节跳动等国内头部企业。公司对于价值量更高、更适用于高密数据中心的液冷方案处于国际领先水平，截至 2022 年底累计交付规模已超过 500MW，同时公司通过定增项目建设新的液冷制造基地，预计将于 2024 年投产，将为公司液冷业务持续发展带来助力，公司有望充分受益于 AI 发展浪潮。

工业/特种业务稳定发展，助推增长

除数据服务外，公司产品主要应用领域为工业及特种行业，其中工业产品主要应用于特高压电网、电力（核电除外）、化工、冶金、食品和饮料、生物制药、机械设备、汽车、新能源等行业，2023H1 公司工业板块实现营收 3.98 亿元/yoy+51.32%，同比高速增长，主要得益于新能源业务放量，公司新能源业务 2023H1 实现营收 1.75 亿元，同比增长 23.7 倍。公司工业领域已广泛服务于国家电网、南方电网、长江三峡水电、中石化、中石油、特斯拉上海、国电投、亿纬锂能、中航锂电等众多知名客户，展望未来，随着我国工业持续稳定发展，公司工业板块营收有望稳步增长。

公司特种产品主要应用于高速铁路、地铁、机场、油气回收、核能核电、航空航天、军工国防、医院等场景，产品服务武广高铁、北京地铁、大兴机场、浦东机场、秦山核电、大亚湾核电、军工国防 BM 项目等众多知名客户。2023H1 公司特种板块实现营收 1.33 亿元/yoy-35.16%，营收下降主要由于特种板块项目交付及确认收入进度较慢，但订单端仍保持良好增长，随项目建设交付及确认收入进度加快，特种板块营收有望改善。

热泵项目逐步投产，带来全新增量

公司于 2022 年投资成立申菱热储，借助在工业特种领域应用的热泵技术积累，尤其是相关的高效制热、快速制热、多参数控制、适应性开发等技术，以及光伏发电、光热制热、储电储热等多种技术和产品的开发整合，面向欧洲市场为客户提供热泵及光储热一体化产品，公司产品定位高端，与其他

国内企业错位竞争。公司热储制造基地已于 2023 年 6 月正式投产，未来产能将逐步扩张，为公司带来全新增量。

■ 盈利预测

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.2/2.5/3 亿元，EPS 分别为 0.83/0.93/1.14 元，当前股价对应 PE 分别为 23、21、17 倍。公司数据中心温控业务将充分受益于 AI 发展浪潮，新能源/热泵业务增量空间大，有望迎来中长期向上机会，给予“买入”评级。

■ 风险提示

数据中心建设进度不及预期；公司项目交付进度不及预期；公司项目确认收入进度不及预期；热泵客户拓展不及预期；产能扩张进度不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	2,221	2,980	3,582	4,302
增长率（%）	23.5%	34.2%	20.2%	20.1%
归母净利润（百万元）	166	222	249	303
增长率（%）	18.5%	33.4%	12.2%	21.8%
摊薄每股收益（元）	0.69	0.83	0.93	1.14
ROE（%）	10.4%	12.8%	13.2%	14.6%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	262	81	159	47
应收款	1,135	1,470	1,570	1,886
存货	586	691	835	1,003
其他流动资产	250	335	403	484
流动资产合计	2,233	2,577	2,967	3,420
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	881	1,127	1,106	1,072
在建工程	281	56	32	23
无形资产	160	152	144	136
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	64	64	64	64
非流动资产合计	1,386	1,400	1,347	1,295
资产总计	3,619	3,976	4,313	4,715
流动负债:				
短期借款	276	260	260	260
应付账款、票据	747	871	1,052	1,265
其他流动负债	340	340	340	340
流动负债合计	1,363	1,471	1,653	1,865
非流动负债:				
长期借款	441	551	551	551
其他非流动负债	220	220	220	220
非流动负债合计	661	771	771	771
负债合计	2,024	2,242	2,423	2,636
所有者权益				
股本	240	266	266	266
股东权益	1,596	1,734	1,890	2,079
负债和所有者权益	3,619	3,976	4,313	4,715

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	169	225	252	307
少数股东权益	3	3	4	5
折旧摊销	49	67	83	81
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-158	-401	-131	-353
经营活动现金净流量	62	-106	208	40
投资活动现金净流量	-206	-21	45	44
筹资活动现金净流量	-38	8	-97	-118
现金流量净额	-182	-120	156	-35

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,221	2,980	3,582	4,302
营业成本	1,604	2,172	2,624	3,154
营业税金及附加	15	21	25	30
销售费用	168	188	226	271
管理费用	149	188	226	271
财务费用	15	35	34	36
研发费用	97	131	158	189
费用合计	430	542	643	767
资产减值损失	-8	-15	-15	-10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	184	250	284	345
加: 营业外收入	1	4	0	0
减: 营业外支出	4	1	0	0
利润总额	181	253	284	345
所得税费用	11	28	31	38
净利润	169	225	252	307
少数股东损益	3	3	4	5
归母净利润	166	222	249	303

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	23.5%	34.2%	20.2%	20.1%
归母净利润增长率	18.5%	33.4%	12.2%	21.8%
盈利能力				
毛利率	27.8%	27.1%	26.7%	26.7%
四项费用/营收	19.3%	18.2%	18.0%	17.8%
净利率	7.6%	7.6%	7.0%	7.1%
ROE	10.4%	12.8%	13.2%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	55.9%	56.4%	56.2%	55.9%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	2.0	2.0	2.3	2.3
存货周转率	2.7	3.2	3.2	3.2
每股数据(元/股)				
EPS	0.69	0.83	0.93	1.14
P/E	28.1	23.4	20.9	17.1
P/S	2.1	1.7	1.4	1.2
P/B	3.0	3.0	2.8	2.5

■ 新能源组介绍

黎江涛：新能源组长，上海财经大学数量经济学硕士，曾就职于知名 PE 公司，从事一级及一级半市场，参与过新能源行业多个知名项目的投融资。2017 年开始从事新能源行业二级市场研究，具备 5 年以上证券从业经验，2021 年加入华鑫证券，深度覆盖电动车、锂电、储能、氢能、锂电新技术、钠电等方向。

潘子扬：伦敦大学学院硕士，2021 年加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。