

申菱环境（301018.SZ）

股权激励目标彰显增长信心，液冷应用逐步加速

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 通信 · 通信设备

◆ 投资评级：买入（维持评级）

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

事项：

公司发布第二期限限制性股票激励计划(草案)。激励计划首次授予的激励对象不超过 71 人，包括公司董事、高级管理人员，以及公司（含子公司）其他核心员工，拟授予的限制性股票数量为 350 万股，其中，首次授予 310 万股，预留 40 万股。限制性股票（含预留）的授予价格为 9.65 元/股。

业绩考核目标方面，对应 2024-2025 年公司业绩复合增速目标区间为 27%-37%：（1）触发值设置为相比 2023 年，2024 年营业收入增长率不低于 30%，且 2024 年净利润增长率不低于 30%；2025 年营业收入增长率不低于 62.5%，且 2025 年净利润增长率不低于 62.5%。

（2）目标值设置为相比 2023 年，2024 年营业收入增长率不低于 30%，且 2024 年净利润增长率不低于 40%；2025 年营业收入增长率不低于 62.5%，且 2025 年净利润增长率不低于 89%。

国信通信观点：结合公司业绩考核目标，调整公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别由 2.4/3.2/4.0 亿元调整至 2.2/3.0/3.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.81/1.13/1.41 元，当前股价对应 PE 25/18/15x。公司有望受益数据中心市场高端风冷及液冷需求释放，同时抽水蓄能、地面飞机空调、热泵等场景有望贡献增量，持续看好公司长期成长性，维持“买入”评级。

评论：

◆ 发布股权激励计划，业绩目标彰显增长信心

公司发布第二期限限制性股票激励计划(草案)。本激励计划首次授予的激励对象不超过 71 人，包括公司董事、高级管理人员，以及公司（含子公司）其他核心员工，拟授予的限制性股票数量为 350 万股，其中，首次授予 310 万股，预留 40 万股。限制性股票（含预留）的授予价格为 9.65 元/股。

表 1：激励对象名单及拟授予限制性股票分配情况

姓名	职务	获授数量（万股）	占本计划授予总数的比例	占目前总股本的比例
潘展华	董事、总经理	15	4.29%	0.06%
陈碧华	董事、副总经理、财务总监	12	3.43%	0.05%
顾剑彬	副总经理、董事会秘书	12	3.43%	0.05%
崔梓华	董事、副总经理	10	2.86%	0.04%
罗丁玲	副总经理	7	2.00%	0.03%
欧阳惕	副总经理	7	2.00%	0.03%
崔玮贤	管理与行政骨干	7	2.00%	0.03%
公司（含子公司）其他核心员工（共计 64 人）		240	68.57%	0.90%
	预留	40	11.43%	0.15%
	合计	350	100.00%	1.32%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

本次激励计划授予的股票期权行权对应的考核年度为 2024 年-2025 年两个会计年度，业绩考核目标方面：
 （1）触发值设置为：相比 2023 年，2024 年营业收入增长率不低于 30%，且 2024 年净利润增长率不低于

30%；2025 年营业收入增长率不低于 62.5%，且 2025 年净利润增长率不低于 62.5%。

(2) 目标值设置为：相比 2023 年，2024 年营业收入增长率不低于 30%，且 2024 年净利润增长率不低于 40%；2025 年营业收入增长率不低于 62.5%，且 2025 年净利润增长率不低于 89%。

基于上述目标，对应 2024-2025 年公司业绩复合增速目标区间为 27%-37%，且公司同时考核收入和净利润目标，彰显增长信心。

表2：行权期对应考核年度业绩目标

行权期	行权比例	业绩考核目标	
		目标值	触发值
第一个行权期	50%	相比 2023 年，2024 年营业收入增长率不低于 30%；且 2024 年净利润增长率不低于 40%	相比 2023 年，2024 年营业收入增长率不低于 30%；且 2024 年净利润增长率不低于 30%
第二个行权期	50%	相比 2023 年，2025 年营业收入增长率不低于 62.5%；且 2025 年净利润增长率不低于 89%	相比 2023 年，2025 年营业收入增长率不低于 62.5%；且 2025 年净利润增长率不低于 62.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权激励费用方面，假设公司于 2024 年 3 月份向激励对象首次授予限制性股票，本次股权激励需摊销的总费用为 2894.28 万元，对应 2024-2026 年摊销费用分别为 1810.87 万元/963.21 万元/120.21 万元。

表3：股权激励费用摊销情况（万元）

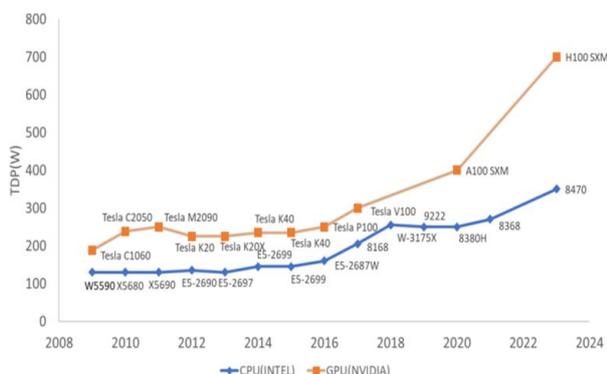
需摊销的总费用（万元）	2024	2025	2026
2894.28	1810.87	963.21	120.21

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 液冷有望成为算力中心标配

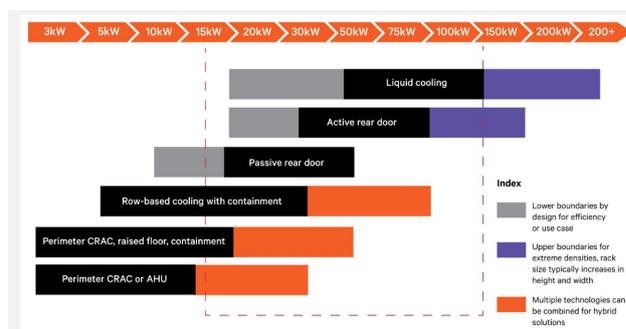
液冷技术有望成为智算中心主流。随着 AI 计算、HPC 计算等高性能计算需求不断提升，CPU、GPU 等计算芯片朝高算力、高集成方向演进，同时也导致单颗计算芯片功耗的大幅提升。当前，Intel 的多款 CPU 芯片的 TDP 已突破 350W，Nvidia 的 H100 系列 GPU 芯片的 TDP 更高达 700W。CPU/GPU 等计算芯片在通用服务器功耗中占比约为 50%左右，而在 AI 服务器中，计算芯片的功耗占比高达 80%以上，因此计算芯片高功耗造成单服务器功耗显著提高。

图1：CPU/GPU TDP 变化趋势



资料来源：Intel、Nvidia 官网，国信证券经济研究所整理

图2：单机柜功率密度与冷却方式演变



资料来源：Vertiv 官网，国信证券经济研究所整理

中国电信计划新建液冷集群，运营商加速液冷应用。此前，三大运营商联合发布《电信运营商液冷技术白皮书》，加速液冷应用。根据《白皮书》规划，2023 年运营商开展技术验证，充分验证液冷技术性能，降

低 PUE，储备规划、建设与维护等技术能力；2024 年开展规模测试（新建数据中心项目 10%规模试点应用液冷技术；至 2025 年，开展规模应用，50%以上数据中心项目应用液冷技术。近期，中国电信计划在上海规划建设可支持万亿参数大模型训练的智算中心集群，其中，单池新建国产算力达 10000 卡，是首个支持单池万卡的国产超大规模算力液冷。

图3：运营商液冷应用规划



资料来源：三大运营商《电信运营商液冷技术白皮书》，国信证券经济研究所整理

综合来看，国内液冷数据中心应用有望加速。据科智咨询报告，2023 年中国液冷数据中心市场将迎来 53.2% 的高速增长，市场规模将增长至 154 亿元。展望未来五年，中国液冷数据中心市场将以 59% 的复合增长率持续蓬勃发展。预计到 2027 年，随着 AI 系列应用的规模化落地以及液冷生态的日趋成熟，市场规模将突破千亿大关。

图4：中国液冷数据中心市场规模预测（亿元）



资料来源：科智咨询，国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

数据服务板块：

数据中心业务板块主要受益于流量的增长带动数据中心建设需求提升，公司推行的大型间接蒸发冷以及液冷产品能够有效降低数据中心 PUE 水平，需求相对旺盛；同时 AI 发展提高机柜功率密度，液冷有望加速应用。基于此，提高 2024-2025 年公司数据服务板块收入预测，预计公司 2023-2025 年收入增速分别为 23%/25%/20%（原为 22%/15%/12%）。

毛利率方面，维持此前假设。

工业板块：

公司工业空调业务主要用于新能源、电力、化工、冶金等行业，其中传统电力行业如特高压、抽水蓄能等有望受益于新兴电力系统加速建设；新能源相关储能、锂电工厂等需求有望维持。考虑到 2023 年新能源行业供需关系有一定调整，调整公司 2023-2025 年该板块收入增速为 58%/36%/23%（此前为 70%/35%/30%）。

毛利率维持原假设，即 2023-2025 年毛利率分别为 31%/30%/30%。

特种板块：

公司特种空调业务主要应用于轨道、机场、核电、医药、油气回收等场景，公司目前重点布局核电空调、医院一体化解决方案、油气回收、地面飞机空调等场景。2023 年上半年公司受制于部分项目交付问题，基于此调整该板块增速为 18%/28%/25%（此前为 35%/23%/18%）。

毛利率维持原假设，即 2023-2025 年毛利率分别为 31%/32%/32%。

公建及商用空调：

公司公建及商用产品主要应用于公共建筑、大型商用建筑、科研院校、文教传媒等公共设施应用场景。一方面当前宏观经济环境影响，传统公建及商用产品增长相对趋缓；另一方面，由于公司热储制造基地于 2023 年 6 月份正式投产，进度相对放缓，调整该板块增速为 30%/92%/34%（此前为 122%/42%/36%）。

费用率假设方面：由于股权激励费用影响，提高 2024 管理费用率假设至为 7.3%。中长期来看，考虑后续规模效应，假设后续管理费用率有所下降。销售费用和研发费用率基本维持此前假设。

表4：申菱环境业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
数据服务板块					
收入（亿元）	6.98	7.42	9.13	11.41	13.69
增速	49%	6%	23%	25%	20%
毛利率	18.4%	20%	23%	23%	23%
工业板块					
收入（亿元）	5.34	7.03	11.10	15.06	18.45
增速	32%	32%	58%	36%	23%
毛利率	32%	32%	31%	30%	30%
特种板块					
收入（亿元）	4.52	6.56	7.74	9.91	12.39
增速	40%	45%	18%	28%	25%
毛利率	31%	32%	31%	32%	32%
公建及商用空调					
收入（亿元）	1.09	1.14	1.49	2.86	3.83
增速	85%	5%	30%	92%	34%
毛利率	30%	28%	28%	30%	30%
其他					
收入（亿元）	0.05	0.06	0.10	0.11	0.12
增速	65%	16%	75%	8%	8%
毛利率	50%	45%	45%	45%	45%
总营收（亿元）	17.98	22.21	29.56	39.34	48.48
增速	22.4%	23.5%	33.1%	33.1%	23.2%
毛利率	26%	28%	28%	29%	28%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 2023-2025 年营收分别为 30/39/48 亿元，同比+33%/33%/23%；实现归母净利润 2.2/3.0/3.8 亿元，同比+30%/39%/25%。

◆ 投资建议

结合公司业绩考核目标，调整公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别由 2.4/3.2/4.0 亿元调整至 2.2/3.0/3.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.81/1.13/1.41 元，当前股价对应 PE 25/18/15x。公司有望受益数据中心市场高端风冷及液冷需求释放，同时抽水蓄能、地面飞机空调、热泵等场景有望贡献增量，持续看好公司长期成长性，维持“买入”评级。

表5: 同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (2月22日)	EPS (元)			PE			PB 2023E	总市值 (亿元)
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
301018.SZ	申菱环境	买入	20.59	0.81	1.13	1.41	25.4	18.3	14.6	3.2	55
002837.SZ	英维克	增持	24.25	0.68	0.92	1.24	35.4	26.2	19.5	5.5	138
300990.SZ	同飞股份	无评级	32.52	1.29	1.95	2.71	25.2	16.7	12.0	3.0	55
300499.SZ	高澜股份	无评级	10.80	0.12	0.58	1.02	87.9	18.7	10.6	2.2	33
	平均						49.5	20.5	14.0	3.6	

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

数据中心液冷应用不及预期; 订单交付进度不及预期; 下游市场需求不及预期; 市场竞争加剧风险。

相关研究报告:

- 《申菱环境 (301018.SZ) - 第三季度净利润增长 84%，业绩环比提速显著》 —— 2023-10-30
- 《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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
现金及现金等价物	296	262	400	500	500	营业收入	1798	2221	2956	3935	4848
应收款项	826	1135	1422	1903	2385	营业成本	1300	1604	2116	2813	3485
存货净额	628	586	499	665	830	营业税金及附加	9	15	19	26	32
其他流动资产	246	250	148	197	242	销售费用	142	168	197	263	320
流动资产合计	1996	2233	2469	3265	3957	管理费用	103	149	218	294	351
固定资产	1027	1162	1546	1504	1454	研发费用	76	97	134	178	208
无形资产及其他	151	160	253	347	441	财务费用	11	15	31	35	39
投资性房地产	59	64	64	64	64	投资收益	(2)	(1)	8	0	0
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	4	(8)	10	0	0
资产总计	3235	3619	4333	5180	5916	其他收入	(72)	(76)	(134)	(178)	(208)
短期借款及交易性金融负债	285	282	695	886	908	营业利润	162	184	259	326	413
应付款项	617	747	992	1298	1622	营业外净收支	(5)	(3)	(25)	0	(5)
其他流动负债	413	334	486	650	806	利润总额	157	181	234	326	408
流动负债合计	1315	1363	2173	2834	3335	所得税费用	15	11	15	20	25
长期借款及应付债券	275	441	211	211	211	少数股东损益	2	3	4	5	7
其他长期负债	200	220	220	220	220	归属于母公司净利润	140	166	216	300	376
长期负债合计	476	661	431	431	431	现金流量表（百万元）					
负债合计	1791	2024	2603	3264	3766	净利润	140	166	216	300	376
少数股东权益	4	9	12	15	20	资产减值准备	(7)	10	13	1	(1)
股东权益	1440	1586	1718	1901	2130	折旧摊销	27	49	119	148	158
负债和股东权益总计	3235	3619	4333	5180	5916	公允价值变动损失	(4)	8	(10)	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	11	15	31	35	39
每股收益	0.58	0.69	0.81	1.13	1.41	营运资本变动	(225)	(195)	312	(225)	(213)
每股红利	0.26	0.27	0.32	0.44	0.55	其它	8	(8)	(11)	2	5
每股净资产	6.00	6.61	6.46	7.15	8.01	经营活动现金流	(60)	30	639	226	325
ROIC	8.18%	7.66%	9%	11%	13%	资本开支	0	(180)	(600)	(200)	(200)
ROE	9.74%	10.48%	13%	16%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	28%	28%	28%	29%	28%	投资活动现金流	(0)	(180)	(600)	(200)	(200)
EBIT Margin	9%	8%	9%	9%	9%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	11%	13%	13%	13%	负债净变化	(8)	165	(230)	0	0
收入增长	23%	24%	33%	33%	23%	支付股利、利息	(62)	(65)	(84)	(117)	(147)
净利润增长率	13%	18%	30%	39%	25%	其它融资现金流	159	(85)	412	191	22
资产负债率	55%	56%	60%	63%	64%	融资活动现金流	18	116	98	74	(125)
股息率	1.3%	1.3%	1.7%	2.4%	3.0%	现金净变动	(42)	(33)	138	100	0
P/E	35.2	29.7	25.4	18.3	14.6	货币资金的期初余额	338	296	262	400	500
P/B	3.4	3.1	3.2	2.9	2.6	货币资金的期末余额	296	262	400	500	500
EV/EBITDA	34.7	29.6	20.7	17.2	15.2	企业自由现金流	0	(151)	86	61	169
						权益自由现金流	0	(70)	240	219	154

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所提及的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