

## 国产替代持续演绎，盈利能力提升

2024 年 04 月 28 日

### 事件回顾：

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年公司实现营收 5.55 亿元，同比+23.86%，归母净利润 0.87 亿元，同比+24.20%，扣非归母净利润 0.82 亿元，同比+23.83%；23Q4 公司实现营收 1.51 亿元，同比+20.79%，归母净利润 0.24 亿元，同比-2.45%，扣非归母净利润 0.21 亿元，同比-9.02%；2024Q1 公司实现营收 0.95 亿元，同比+17.33%，归母净利润 0.08 亿元，同比+8.16%，扣非归母净利润 0.07 亿元，同比+9.34%。

### 四大应用场景较同期均实现增长，盈利能力有所提升：

分业务来看，2023 年公司热泵场景实现营收 1.93 亿元，同比+11.83%，毛利率 20.46%，同比+1.14pct；商用空调场景实现营收 2.01 亿元，同比+19.96%，毛利率 29.83%，同比+2.73pct；冷冻冷藏场景实现营收 1.45 亿元，同比+39.79%，毛利率 37.50%，同比+2.29pct；车用涡旋场景实现营收 0.14 亿元，同比+423.49%。

### 加大市场推广、内部管理及新产品研发等方面投入，期间费用率有所提升：

毛利率方面，2023 年公司整体毛利率 28.44%，同比+2.50pct，我们认为毛利率上升部分受益于公司销售结构的优化，23 年境外收入增速 40.59%，显著高于境内收入增速的 16.84%。费用率方面，公司加大了市场推广、企业咨询服务及新产品平台研发等方面的费用投入，23 年/24Q1 期间费用率分别为 11.33%/17.48%，同比+3.25/+1.16pct，其中 23 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.00/+0.75/+1.28/+0.22pct，24Q1 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.28/-0.90/+3.14/-2.36pct。

### 投资建议：

公司是涡旋压缩机国产替代的稀缺标的，随着公司不断挖掘海外市场需求，持续推进新产品研发创新，产能利用率稳步上升，出货结构有望进一步优化，盈利能力有望持续增强，预计 24-26 年公司分别实现营业收入 6.84/8.61/10.82 亿元，同比增长 23.3%/25.7%/25.8%；分别实现归母净利润 1.08/1.37/1.76 亿元，同比增长 23.4%/27.4%/28.2%，当前股价对应 PE 为 21/17/13 倍，维持“推荐”评级。

### 风险提示：

商用空调业务拓展不及预期，境外业务需求、拓展不及预期，国产替代进程不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	555	684	861	1,082
增长率 (%)	23.9	23.3	25.7	25.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	87	108	137	176
增长率 (%)	24.2	23.4	27.4	28.2
每股收益 (元)	1.49	1.84	2.35	3.01
PE	26	21	17	13
PB	2.3	2.1	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

39.28 元



### 分析师 汪海洋

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

### 分析师 王刚

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang\_yj@mszq.com

### 研究助理 蔡润泽

执业证书：S0100123060025

邮箱：cairunze@mszq.com

### 相关研究

- 1.英华特 (301272.SZ) 2023 年三季报点评：下游景气拖累营收表现，毛利率延续改善趋势-2023/10/26
- 2.英华特 (301272.SZ) 2023 年半年报点评：毛利率大幅改善，业绩超预期-2023/08/25
- 3.英华特 (301272.SZ) 深度报告：矢志创新十余载，涡旋压缩机国产之光-2023/08/17

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	555	684	861	1,082
营业成本	397	487	606	759
营业税金及附加	3	4	5	6
销售费用	19	23	29	37
管理费用	21	26	33	41
研发费用	26	32	40	51
EBIT	90	114	150	191
财务费用	-3	-6	-4	-6
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	6	3	3	4
营业利润	99	123	156	200
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	99	123	156	200
所得税	11	15	19	24
净利润	87	108	137	176
归属于母公司净利润	87	108	137	176
EBITDA	105	133	176	228

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	538	539	595	694
应收账款及票据	60	92	119	155
预付款项	4	2	2	3
存货	73	106	124	144
其他流动资产	299	262	264	268
流动资产合计	974	1,001	1,104	1,265
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	160	206	278	348
无形资产	13	13	13	13
非流动资产合计	204	354	446	536
资产合计	1,177	1,355	1,550	1,801
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	129	171	213	266
其他流动负债	25	53	69	90
流动负债合计	154	224	282	356
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	24	24	24	24
非流动负债合计	24	24	24	24
负债合计	178	248	305	380
股本	59	59	59	59
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,000	1,107	1,245	1,421
负债和股东权益合计	1,177	1,355	1,550	1,801

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	23.86	23.32	25.74	25.77
EBIT 增长率	19.31	26.67	31.01	27.74
净利润增长率	24.20	23.35	27.41	28.25
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	28.44	28.83	29.57	29.83
净利润率	15.75	15.75	15.96	16.28
总资产收益率 ROA	7.42	7.96	8.86	9.78
净资产收益率 ROE	8.74	9.74	11.03	12.40
<b>偿债能力</b>				
流动比率	6.33	4.47	3.92	3.55
速动比率	5.81	3.97	3.46	3.13
现金比率	3.50	2.40	2.11	1.95
资产负债率 (%)	15.09	18.28	19.69	21.09
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	38.99	50.00	51.00	53.00
存货周转天数	66.71	80.00	75.00	70.00
总资产周转率	0.67	0.54	0.59	0.65
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.49	1.84	2.35	3.01
每股净资产	17.08	18.92	21.27	24.28
每股经营现金流	1.43	2.86	2.92	3.79
每股股利	0.51	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	26	21	17	13
PB	2.3	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	19.35	15.30	11.51	8.90
股息收益率 (%)	1.30	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	87	108	137	176
折旧和摊销	15	18	27	37
营运资金变动	-13	42	8	10
经营活动现金流	84	167	171	222
资本开支	-64	-165	-118	-126
投资	-173	0	0	0
投资活动现金流	-231	-166	-115	-122
股权募资	686	0	0	0
债务募资	-26	0	0	0
筹资活动现金流	599	-0	-0	-0
现金净流量	452	1	56	100

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026