



## 增持（维持）

所属行业：机械设备/通用设备  
当前价格(元)：23.79

### 证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

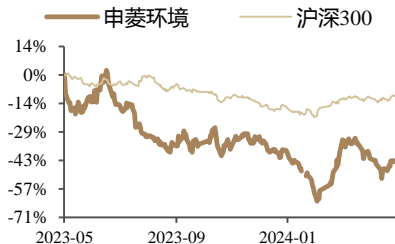
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

### 联系人

刘正

邮箱：liuzheng3@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.61	-8.04	29.58
相对涨幅(%)	-8.85	-9.92	17.56

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《申菱环境(301018.SZ)：Q3业绩明显提速，费用管控成效显著》，2023.10.31
- 《申菱环境(301018.SZ)：非经常损益影响短期业绩，新能源业务表现亮眼》，2023.9.7
- 《申菱环境(301018.SZ)：客观因素致22Q4拖累全年业绩，多领域应用未来可期》，2023.5.3

# 申菱环境(301018.SZ)：研发投入高增，积极布局数据中心液冷

## 投资要点

- 事件：**公司发布2023年年报和2024年一季报，2023年公司实现营收25.11亿元，同比+13.06%。归母净利润1.05亿元，同比-36.91%。23Q4公司实现营收6.50亿元，同比降低2.29%，归母净利润-0.44亿元，同比降低248.90%；24Q1公司实现营收4.94亿元，同比增加6.78%，归母净利润0.50亿元，同比增加21.92%。
- 毛利率略有下滑，加大研发投入影响利润释放。**2023年公司销售毛利率、销售净利率分别为27.64%、4.15%，较2022年分别同比-0.13pct、-3.47pct。盈利能力略有下滑，我们认为主要与公司加大研发投入相关，2023年公司研发费用同比增长58.4%至1.54亿元，管理费用保持稳健，为1.51亿元，同比+0.81%，销售费用同比+26.48%至2.12亿元。
- 推进产品研发，数据服务和工业板块营收保持稳健增长。**分板块来看，（1）数据服务板块：公司与H公司紧密合作，推动加快液冷产品的应用。同时，进一步强化同下游运营商的合作粘性，持续推进更高效设备的研发，23年数据服务板块营收同比增长18.89%至8.82亿元。（2）工业板块：2023年公司重点拓展新能源领域，新能源领域业务同比实现227%的增长，整体业务营收同比增长25.14%至8.79亿元。（3）特种板块：23年公司特种板块营收同比下降3.5%至6.33亿元，主要环保治理和医院等业务项目进度等未达预期，全年确认收入规模有所下降，但核电业务实现了快速增长。（4）公建及商用板块：23年由于政府公用建筑项目投资下降，板块营收同比下降5.25%。公司于2022年创立申菱热储，面向欧洲市场提供热泵及光储热一体化产品，新的热储制造基地将于2024年逐步转入批量交付阶段，有望带动公建商用板块营收增长。
- 乘AI高速发展之势，加码数据中心液冷研发。**由ChatGPT引发的AI、智算进入新一轮快速发展，推进高密、高算力等算力基础设施需求持续增长，公司重视液冷技术的研发和技术推广，23年研发费用率由4.39%上升为6.15%。产能方面，公司正在建设新的以液冷为主要产品方向的现代化制造基地，一期项目预计于2024年投产，我们认为凭借公司的研发实力和与相关公司的良好合作关系，将在数据中心液冷业务方面取得快速增长。
- 投资建议与估值：**预计公司2024年-2026年的收入分别为30.42亿元、38.08亿元、47.87亿元，营收增速分别达到21.1%、25.2%、25.7%，归母净利润分别为1.92亿元、2.48亿元、3.06亿元，净利润增速分别达到82.9%、29.3%、23.3%，维持“增持”投资评级。
- 风险提示：**储能发展不及预期；原材料价格波动风险；市场竞争风险；技术创新风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	266.05		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	113.09	营业收入(百万元)	2,221	2,511	3,042	3,808	4,787
52 周内股价区间(元):	15.50-43.05	(+/-)YOY(%)	23.5%	13.1%	21.1%	25.2%	25.7%
总市值(百万元):	6,329.39	净利润(百万元)	166	105	192	248	306
总资产(百万元):	4,766.40	(+/-)YOY(%)	18.5%	-36.9%	82.9%	29.3%	23.3%
每股净资产(元):	9.40	全面摊薄 EPS(元)	0.62	0.39	0.72	0.93	1.15
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	27.8%	27.6%	27.8%	28.0%	28.1%
		净资产收益率(%)	10.5%	4.3%	7.5%	9.1%	10.4%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.40	0.72	0.93	1.15
每股净资产	9.21	9.62	10.27	11.08
每股经营现金流	0.05	1.24	-0.25	4.67
每股股利	0.16	0.22	0.28	0.34
价值评估(倍)				
P/E	65.85	33.00	25.52	20.70
P/B	2.86	2.47	2.32	2.15
P/S	2.52	1.88	1.50	1.19
EV/EBITDA	35.61	19.22	16.73	12.55
股息率%	0.6%	0.9%	1.2%	1.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	27.6%	27.8%	28.0%	28.1%
净利润率	4.2%	6.4%	6.6%	6.4%
净资产收益率	4.3%	7.5%	9.1%	10.4%
资产回报率	2.2%	3.6%	4.1%	4.4%
投资回报率	3.9%	6.3%	7.4%	8.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.1%	21.1%	25.2%	25.7%
EBIT 增长率	-37.1%	81.7%	26.8%	21.8%
净利润增长率	-36.9%	82.9%	29.3%	23.3%
偿债能力指标				
资产负债率	48.2%	51.9%	54.4%	57.3%
流动比率	2.1	2.0	2.0	1.8
速动比率	1.3	1.0	1.0	0.7
现金比率	0.3	0.3	0.2	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	171.1	150.0	129.0	80.0
存货周转天数	127.0	137.0	133.4	132.4
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
固定资产周转率	2.2	2.2	2.6	2.9

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	105	192	248	306
少数股东损益	-1	2	2	1
非现金支出	117	109	113	138
非经营收益	38	39	47	52
营运资金变动	-246	-11	-477	747
经营活动现金流	14	331	-67	1,244
资产	-214	-239	-88	-513
投资	-338	0	0	0
其他	1	-1	-1	-1
投资活动现金流	-551	-240	-89	-513
债权募资	71	160	160	160
股权募资	819	-26	0	0
其他	-91	-88	-111	-135
融资活动现金流	799	46	49	25
现金净流量	262	136	-108	756

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 30 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,511	3,042	3,808	4,787
营业成本	1,817	2,197	2,740	3,440
毛利率%	27.6%	27.8%	28.0%	28.1%
营业税金及附加	18	19	26	32
营业税金率%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%
营业费用	212	242	304	389
营业费用率%	8.4%	8.0%	8.0%	8.1%
管理费用	151	183	228	287
管理费用率%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	154	198	251	326
研发费用率%	6.1%	6.5%	6.6%	6.8%
EBIT	132	239	303	369
财务费用	12	24	29	37
财务费用率%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%
资产减值损失	13	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	132	215	273	332
营业外收支	-24	-9	-9	-9
利润总额	108	207	264	323
EBITDA	204	348	416	508
所得税	4	13	14	17
有效所得税率%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
少数股东损益	-1	2	2	1
归属母公司所有者净利润	105	192	248	306

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	533	597	490	1,246
应收账款及应收票据	1,388	1,232	1,625	672
存货	696	976	1,054	1,477
其它流动资产	629	916	1,259	1,585
流动资产合计	3,246	3,722	4,429	4,979
长期股权投资	0	0	0	-0
固定资产	1,138	1,364	1,453	1,665
在建工程	149	38	-95	53
无形资产	159	161	164	165
非流动资产合计	1,521	1,643	1,609	1,975
资产总计	4,767	5,365	6,038	6,954
短期借款	248	248	248	248
应付票据及应付账款	854	1,055	1,319	1,681
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	478	605	679	858
流动负债合计	1,580	1,908	2,246	2,787
长期借款	488	648	808	968
其它长期负债	227	227	227	227
非流动负债合计	716	876	1,036	1,196
负债总计	2,296	2,784	3,282	3,983
实收资本	266	240	240	240
普通股股东权益	2,451	2,559	2,733	2,947
少数股东权益	19	21	23	24
负债和所有者权益合计	4,767	5,365	6,038	6,954

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。