

2024年09月01日

## 海鸥股份 (603269)

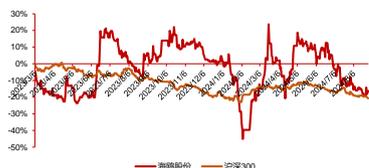
—— 业绩符合预期，关注核电及AI液冷国产替代

增持 (维持)

## 证券分析师

戴铭余  
S1350524060003  
daimingyu@huayuanstock.com  
刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 投资要点:

- **事件:** 公司发布 2024 年中报, 实现收入 6.46 亿元, 同比增长 15.39%, 归母净利润 2783.56 万元, 同比增长 28.63%; 其中单二季度实现收入 3.77 亿元, 同比增长 7.08%, 归母净利润 1494.88 万元, 同比下滑 23.06%, 业绩符合预期。
- **单二季度受业绩确认节奏有所扰动。** 上半年公司增速保持较快增长, 但单二季度归母净利润有所回落, 我们判断, 主要系汇兑收益减少叠加 Q2 部分订单业绩确认放缓, 形成一定拖累。**(1) H1 毛利率有所下滑:** 上半年公司毛利率 25.39%, 同比下降 2.68 个百分点, 其中 Q2 毛利率 25.22%, 同比下降 2.06 个百分点。**(2) H1 费用率总体稳定, 汇兑收益减少导致财务费用率上升:** 上半年公司期间费用率 20.88%, 同比下降 0.27 个百分点, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.25%、10.23%、2.56%、0.84%, 同比分别下降 1.51、下降 0.52、上升 0.70、上升 1.06 个百分点; Q2 公司期间费用率 20.87%, 同比上升 3.05 个百分点, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.86%、8.98%、2.98%、2.05%, 同比分别下降 1.62、下降 0.01、上升 1.02、上升 3.65 个百分点。其中财务费用率上升主要是由于汇率波动导致的汇兑收益减少 (H1 同比减少 857 万元)。**(3) H1 现金流状况有所下滑:** 公司上半年经营活动产生的现金流净额为 5237 万元, 同比下降 1920 万元, 收现比 80.29%, 同比下降 58.97 个百分点; 其中 Q2 经营活动产生的现金流净额为 4212 万元, 同比下降 4891 万元, 收现比 60.04%, 同比下降 83.95 个百分点。
- **在手订单、合同负债高增, 后续业绩弹性可期。** 公司中报期末在手订单总计 37.43 亿元, 同比小幅增长 1.5 亿元, 增幅 4%, 在手订单规模约是 2023 年公司全年收入的 2.7 倍。公司中报合同负债达到 13.99 亿元, 同比增长 49.06%。考虑公司订单确认周期普遍在 1-2 年, 后续业绩弹性释放可期。
- **冷却塔国内技术领跑者, 关注核电和液冷国产替代。** 我们认为, 目前市场对公司在核电及 AI 液冷领域的潜在地位和空间认知不足: 1) 核电: 在核电厂中, 有两个重要的冷却系统, 分别为常规岛和核岛, 核岛内技术门槛高, 此前被国外产品垄断。公司布局核电冷却塔多年, 凭借技术先发优势, 2023 年已拿到核岛内冷却塔订单, 开始引领行业国产替代, 目前国内新批的 5 个核电项目开始涉及浅海, 冷却塔应用比例和价值量有望提升。2) 液冷: 目前市场关注点主要集中在靠近芯片的二次侧, 而忽视了一次侧必不可少的设备 - 冷却塔。目前主要被美资企业垄断, 海鸥作为国内冷却塔行业领军者, 正在积极准备相关认证, 国产替代空间充分。
- **盈利预测与估值:** 考虑公司在手订单充足以及核电、AI 液冷、氢能等的增长潜力, 我们维持盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.11 亿元、1.43 亿元、1.79 亿元, 对应 8 月 29 日股价 PE 为 15X、12X、10X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 境外业务推进受阻、AI 算力释放低于预期、绿氢产业发展低于预期

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元人民币)	1,354	1,381	1,685	2,138	2,735
同比增长率 (%)	19.9	2.0	22.0	26.9	27.9
归母净利润 (百万元人民币)	74	85	111	143	179
同比增长率 (%)	39.3	15.0	31.2	28.3	25.7
每股收益 (元人民币/股)	0.33	0.38	0.71	0.91	1.14
毛利率 (%)	27.1	28.7	28.8	29.3	29.5
ROE (%)	7.8	8.5	10.5	11.8	13.0
市盈率	23	20	15	12	10

## 股票数据: 2024年08月29日

收盘价 (元)	7.8
一年内最高/最低 (元)	11.91/4.96
总市值 (百万元)	1,720

## 基础数据: 2024年6月30日

总股本 (百万股)	221
总资产 (百万元)	3,439
净资产 (百万元)	1,003
每股净资产 (元)	4.42

资料来源: 公司公告, iFinD

**表 1：合并损益表**

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1354	1381	1685	2138	2735
营业收入	1354	1381	1685	2138	2735
营业总成本	1265	1285	1572	1984	2532
营业成本	987	984	1200	1511	1929
税金及附加	8	6	8	10	13
销售费用	106	121	148	188	240
管理费用	117	128	157	199	254
研发费用	36	39	47	60	76
财务费用	11	6	14	17	20
其他收益	7	11	11	11	11
投资收益	0	2	2	2	2
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	7	-1	0	0	0
信用减值损失	-13	-29	-15	-15	-15
资产减值损失	-2	0	0	0	0
资产处置收益	12	35	35	35	35
营业利润	100	113	146	187	235
营业外收支	-1	-2	0	0	0
利润总额	99	111	146	187	235
所得税	21	21	28	36	45
净利润	79	90	118	151	190
少数股东损益	5	5	7	9	11
归属于母公司所有者的净利润	74	85	111	143	179

资料来源：iFinD，华源证券研究

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数