

2024年12月05日

# 申菱环境 (301018.SZ)

## 公司快报

机械 | 其他专用机械III

 投资评级 **买入(首次)**  
 股价(2024-12-04) **27.15元**

### 交易数据

总市值(百万元)	7,223.33
流通市值(百万元)	5,404.51
总股本(百万股)	266.05
流通股本(百万股)	199.06
12个月价格区间	28.07/16.60

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	21.78	19.81	-19.54
绝对收益	21.42	40.67	-5.94

分析师

宋辰超

 SAC 执业证书编号: S0910524100001  
 songchenchao@huajinsec.com

### 相关报告

## 数据中心业务放量, AI 液冷渗透打开成长空间

### 投资要点

◆ **事件:** 2024年10月29日, 公司发布2024年三季度报告。2024年前三季度, 公司实现营业收入19.77亿元, 同比上涨6.20%; 实现归属于上市公司股东的净利润1.429亿元, 同比下降4.11%。

### 事件分析:

◆ **利润短期波动影响, 研发投入持续增加:** 公司是全球领先的数据中心温控散热解决方案服务商和专业特种空调系统解决方案服务商, 布局数据中心、特种工业等多个领域。2024年前三季度, 公司实现营业收入19.77亿元, 同比上涨6.20%; 实现归属于上市公司股东的净利润1.429亿元, 同比下降4.11%; 公司单季度收入增速略有承压, 第三季度, 公司实现营业收入6.72亿元, 同比下降5.58%; 实现归属于上市公司股东的净利润3323万元, 同比下降48.07%。我们认为利润下滑的主要原因系公司仍处于规模扩张期, 三费均有不同程度上升, 2024年前三季度, 研发费用达1.09亿元, 同比上涨24.6%。未来随着公司海外业务的扩展、数据中心业务的快速增长, 收入利润规模有望进一步提升, 总体发展形势向好。

◆ **液冷 0-1 赛道开启, 公司技术/客户/市场全面布局。** 未来, 数据中心转型智算中心成行业趋势, 高功耗和散热问题将更突出, 液冷技术将成为智算中心建设必选项。**技术:** 公司已推出基于智算、超算等多种数据中心发展需求的风液同源大液冷系统。该系统由全预制模块化液冷机房组成, 末端可采用集成冷站/干冷机/一体化冷源等不同的冷源搭配, 通过集成化、预制化、模块化的方式进行工厂全预制化, 以实现全流程的高质量控制。**客户:** 历年来公司数据服务产品已广泛服务于华为、腾讯、字节跳动、秦淮数据、浪潮、润泽科技、超聚变等众多知名客户, 并作为联合发布厂商与秦淮共同发布“智算中心全栈解决方案 2.0”。**市场:** 除国内市场外, 公司持续加大以东南亚为代表的海外业务布局, 近几年公司在新加坡和马来西亚均有规模交付液冷、相变冷却等创新高效产品, 目前也在当地增加销售和售后服务团队以支撑市场快速发展的需要, 并通过技术创新、预制化、本土服务保障等增加客户合作粘性。

◆ **数据服务板块占比提升, 液冷产品收入成倍增长:** 公司数据服务板块主要提供温控解决方案, 服务于云数据中心、算力中心、通信基建等领域, 产品包括精密空调、液冷系统、蒸发冷却机组等。截止2024上半年, 公司数据服务板块表现突出, 营收同比增长约61.35%, 新增订单接近去年全年总量, 尤其在高效创新产品方面表现显著, 蒸发冷却产品营收为去年同期的3.6倍, 液冷产品为6.5倍。截止2024上半年, 特种板块营收同比增长45.47%, 其中医院业务是去年同期的2.7倍, 核电业务是去年同期的2.1倍。未来公司将加大特种应用研发, 尤其在核电、轨道交通、机场及医院等领域的拓展。公建及商用空调板块收益同样亮眼, 其主要应用于公共建筑、大型商用建筑等场所, 主要产品包括商用冷水机组、商用组合式空调等。目前, 随着数据中心业务的快速增长, 2024年前三季度数据服务板块的营收占比已经增加到50%左右, 特种、工业分列二三。



- ◆ **投资建议：**公司在温控解决方案领域行业领先，同时多领域实现客户突破。我们认为未来公司将长期保持稳定增长，预测公司 2024-2026 年收入 30.44/37.83/47.33 亿元，同比增长 21.2%/24.3%/25.1%，公司归母净利润分别为 1.90/2.96/3.39 亿元，同比增长 81.5%/55.5%/14.6%，对应 EPS 0.72/1.11/1.27，PE 37.9/24.4/21.3。首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**新产品研发不及预期；海外市场竞争加剧；应收账款回收不及时。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,221	2,511	3,044	3,783	4,733
YoY(%)	23.5	13.1	21.2	24.3	25.1
归母净利润(百万元)	166	105	190	296	339
YoY(%)	18.5	-36.9	81.5	55.5	14.6
毛利率(%)	27.8	27.6	27.0	26.9	26.6
EPS(摊薄/元)	0.62	0.39	0.72	1.11	1.27
ROE(%)	10.6	4.2	7.3	10.3	10.7
P/E(倍)	43.4	68.9	37.9	24.4	21.3
P/B(倍)	4.6	2.9	2.8	2.5	2.3
净利率(%)	7.5	4.2	6.3	7.8	7.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

我们预测 2024-26 年公司整体营收 30.44/37.83/47.33 亿元，毛利率 27.0%/26.9%/26.6%。数据中心业务，随着国内算力中心建设加速，公司该业务有望直接受益，预计 2024-2026 年实现收入 11.29/14.74/19.39 亿元，毛利率 23.00%/23.40%/24.00%；工业业务受益下游基建复苏，稳定增长，预计 2024-2026 年实现收入 9.84/11.42/13.36 亿元，毛利率 29.00%/29.40%/29.20%；特种业务受益医院/核电市场突破，预计 2024-2026 年实现收入 8.10/10.41/13.43 亿元，毛利率 30.66%/29.49%/27.99%。商用空调属于传统业务，保持营收稳定，预计 2024-2026 年实现收入 1.20/1.25/1.15 亿元，毛利率 23.50%/23.80%/24%。

表 1：收入成本拆分表

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
数据中心	收入 (亿元)	7.42	8.82	11.29	14.74	19.39
	YoY (%)	34.42%	18.87%	28.00%	30.60%	31.50%
	毛利率 (%)	19.87%	21.86%	23.00%	23.40%	24.00%
工业	收入 (亿元)	7.03	8.79	9.84	11.42	13.36
	YoY (%)	51.84%	8.00%	12.00%	16.00%	17.00%
	毛利率 (%)	31.07%	29.46%	29.00%	29.40%	29.20%
特种装备	收入 (亿元)	6.56	6.33	8.10	10.41	13.43
	YoY (%)	63.18%	-3.51%	28.00%	28.50%	29.00%
	毛利率 (%)	32.37%	33.00%	30.66%	29.49%	27.99%
商用空调	收入 (亿元)	1.14	1.08	1.20	1.25	1.15
	YoY (%)	29.55%	-5.26%	11.41%	4.24%	-8.39%
	毛利率 (%)	28.71%	23.47%	23.50%	23.80%	24.00%
合计	收入 (亿元)	22.21	25.11	30.44	37.83	47.33
	YoY (%)	23.50%	13.10%	21.20%	24.30%	25.10%
	毛利率 (%)	27.80%	27.60%	27.00%	26.90%	26.60%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的行业公司英维克（机房空调）、同飞股份（智能控制器）、高澜股份（电动工具）作为可比公司。我们认为，AI 算力趋势下，高功耗和散热问题将更突出，液冷产业或将爆发，公司前瞻布局液冷，在液冷技术/客户/市场全面布局，随着液冷技术的普及应用，公司有望长期增长。

表 2：估值对比

证券代码	公司名称	收盘价 / 元	市值 / 亿元	EPS (元)			PE (倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002837.SZ	英维克	36.16	268.97	0.73	0.97	1.26	49.69	37.24	28.77
300990.SZ	同飞股份	37.33	62.96	1.07	1.61	2.21	34.91	23.12	16.88
300499.SZ	高澜股份	15.60	47.62	0.10	0.27	0.43	153.61	58.07	36.63
平均							79.4	39.4	27.4
301018.SZ	申菱环境	27.15	72.23	0.72	1.11	1.27	37.9	24.4	21.3

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2024 年 12 月 4 日）

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2233	3246	3978	4506	5459	<b>营业收入</b>	2221	2511	3044	3783	4733
现金	262	533	152	189	237	营业成本	1604	1817	2222	2765	3474
应收票据及应收账款	1111	1388	1641	2124	2586	营业税金及附加	15	18	19	24	32
预付账款	49	35	110	67	143	营业费用	168	212	252	303	379
存货	586	696	1472	1518	1871	管理费用	149	151	152	151	189
其他流动资产	224	595	604	608	623	研发费用	97	154	183	197	257
<b>非流动资产</b>	1386	1521	1713	2019	2417	财务费用	15	12	10	25	39
长期投资	0	0	0	-0	-0	资产减值损失	-21	-44	0	0	0
固定资产	881	1138	1267	1476	1772	公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
无形资产	160	159	156	154	152	投资净收益	-1	0	-1	-1	-1
其他非流动资产	345	223	290	389	493	<b>营业利润</b>	184	132	204	317	362
<b>资产总计</b>	3619	4767	5692	6524	7876	营业外收入	1	2	2	2	2
<b>流动负债</b>	1363	1580	2479	3045	4134	营业外支出	4	26	10	12	13
短期借款	276	248	636	998	1404	<b>利润总额</b>	181	108	196	307	351
应付票据及应付账款	747	854	1103	1332	1727	所得税	11	4	6	9	11
其他流动负债	340	478	740	714	1003	<b>税后利润</b>	169	104	190	298	341
<b>非流动负债</b>	<b>661</b>	<b>716</b>	<b>594</b>	<b>599</b>	<b>565</b>	少数股东损益	3	-1	0	2	2
长期借款	441	488	432	396	362	<b>归属母公司净利润</b>	166	105	190	296	339
其他非流动负债	220	227	162	202	203	EBITDA	268	204	304	456	540
<b>负债合计</b>	2024	2296	3073	3644	4699						
少数股东权益	9	19	20	22	23	<b>主要财务比率</b>					
股本	240	266	266	266	266	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	726	1513	1513	1513	1513	<b>成长能力</b>					
留存收益	620	672	814	1019	1253	营业收入(%)	23.5	13.1	21.2	24.3	25.1
归属母公司股东权益	1586	2451	2599	2859	3153	营业利润(%)	13.3	-28.3	55.2	55.2	14.2
<b>负债和股东权益</b>	3619	4767	5692	6524	7876	归属于母公司净利润(%)	18.5	-36.9	81.5	55.5	14.6
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	27.8	27.6	27.0	26.9	26.6
						净利率(%)	7.5	4.2	6.3	7.8	7.2
						ROE(%)	10.6	4.2	7.3	10.3	10.7
						ROIC(%)	8.1	3.9	5.6	7.7	7.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	55.9	48.2	54.0	55.8	59.7
						流动比率	1.6	2.1	1.6	1.5	1.3
						速动比率	1.0	1.2	0.7	0.8	0.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
						应收账款周转率	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0
						应付账款周转率	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
						<b>估值比率</b>					
						P/E	43.4	68.9	37.9	24.4	21.3
						P/B	4.6	2.9	2.8	2.5	2.3
						EV/EBITDA	29.6	37.9	27.7	19.3	16.9

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

宋辰超声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)