

申菱环境(301018)

报告日期: 2025年09月01日

## Q2 有望开始业绩拐点, 美国订单实现突破

### ——申菱环境 25 年中报点评报告

#### 投资要点

##### □ Q2 业绩同比+60%, 毛利率显著改善

25H1 公司实现营收 16.8 亿元, YOY+29%, 其中, 数据服务营收 YOY+44%; 工业板块营收 YOY+99%; 特种板块营收 YOY-20%; 归母净利润 1.5 亿元, YOY+36%; 毛利率 24.41%, 同比-2.04pct; 销售、管理、财务、研发费用率分别为 5.10%/5.34%/0.60%/4.61%, 同比分别-2.62pct/-0.56pct/+0.17pct/-0.62pct, 期间费用率持续优化。

25Q2 单季度公司实现营收 10.5 亿元, YOY+30%; 归母净利润 0.96 亿元, YOY+60%; 毛利率 25.86%, 环比+3.87pct, 毛利率开始大幅改善, 预计全年有望业绩拐点。

##### □ 数据中心新签订单约同比翻倍, 美国业务实现突破

25H1 公司数据服务板块营收同比增长 43.77%, 营收增长主要来自于高能效创新产品, 包括新一代蒸发冷却产品、相变冷却、液冷产品等, 与 H 公司、字节、腾讯、阿里以及主要 COLO 商等重要头部客户的合作粘性进一步强化。

截至 25 年 8 月 29 日, 公司 25 年数据服务新增订单约为 24 年 1-8 月的 2 倍, 海外和液冷为重要新增长点。其中海外业务实现有效突破, 新增不含税订单总额(含已中标待签约)折合人民币约 2.5 亿元, 其中美国订单约 1.2 亿元, 东南亚订单约 1.3 亿元。

##### □ 工业板块营收同比几乎翻倍, 得益于电力能源业务大幅增长

25H1 公司工业板块营收同比增长 99.15%, 主要由于电力与能源业务同比增长 219%, 其中主要增长来自储能液冷、锂电池制造、特高压电网、抽水蓄能等, 未来有望进一步受益于国家在新能源板块持续加大投入。

##### □ 特种板块新生产基地投产, 预期下半年业务逐步改善

25H1 公司特种板块营收同比下降 19.60%, 主要由于大项目收入结转时点的原因, 预期下半年将逐步改善。2025 年 6 月 28 日, 公司位于广东高州的特种空调和通风设备制造基地一期正式全面投产, 新基地将作为公司特种空调的主要生产基地, 其投产将为公司核电产品、油气循环回收产品等特种产品的规模增长带来新的动力, 构建更强大的竞争力。

##### □ 盈利预测与估值

公司积极布局数据中心液冷, 在手订单充裕, 供货 H 公司及字节、阿里、腾讯等头部互联网厂商, 并实现海外订单突破, 有望充分受益于 AI 浪潮; 特高压、水电、核电等工业特种领域高景气, 共同贡献公司业绩增长动力, 随新生产基地投产爬坡, 有望业绩拐点。预计 25-27 年公司实现营收 41.58/55.20/68.86 亿元, YOY 分别 37.9%/32.8%/24.7%, 归母净利润分别 2.82/3.85/5.18 亿元, YOY 分别 143.8%/36.5%/34.8%, 对应 PE 分别 75/55/41 倍(截至 25 年 8 月 29 日收盘价), 维持“买入”评级。

##### □ 风险提示

产业发展不及预期; 行业竞争加剧; 公司业务及客户拓展不及预期等。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 张建民

执业证书号: S1230518060001  
 zhangjianmin1@stocke.com.cn

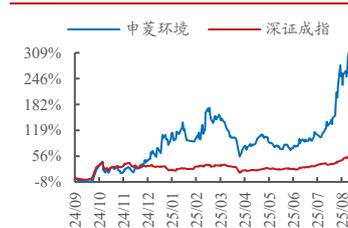
分析师: 邢艺凡

执业证书号: S1230525080009  
 xingyifan@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 79.24
总市值(百万元)	21,082.01
总股本(百万股)	266.05

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《温控领先厂商, 有望业绩拐点》 2025.07.28

## 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3016	4158	5520	6886
(+/-) (%)	20.11%	37.86%	32.76%	24.74%
归母净利润	116	282	385	518
(+/-) (%)	-40.11%	143.78%	36.52%	34.80%
每股收益(元)	0.43	1.06	1.45	1.95
P/E	182.43	74.83	54.82	40.67

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	3526	4317	5292	6060
现金	507	434	491	478
交易性金融资产	82	27	37	49
应收账款	1756	2270	2895	3465
其它应收款	38	51	70	86
预付账款	39	70	81	102
存货	863	1131	1338	1563
其他	240	334	378	317
<b>非流动资产</b>	1834	2119	2242	2330
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1176	1490	1667	1798
无形资产	159	155	149	143
在建工程	388	390	336	293
其他	111	83	90	96
<b>资产总计</b>	5360	6436	7534	8389
<b>流动负债</b>	2255	3050	3779	4139
短期借款	305	937	994	694
应付款项	1289	1567	2132	2726
预收账款	0	0	0	0
其他	660	546	652	719
<b>非流动负债</b>	558	568	568	565
长期借款	349	349	349	349
其他	209	219	218	215
<b>负债合计</b>	2813	3619	4346	4703
少数股东权益	13	3	(12)	(32)
归属母公司股东权益	2534	2815	3200	3718
<b>负债和股东权益</b>	5360	6436	7534	8389

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	3016	4158	5520	6886
营业成本	2298	3141	4183	5211
营业税金及附加	20	29	38	47
营业费用	216	237	309	379
管理费用	159	183	226	275
研发费用	171	222	276	344
财务费用	14	58	75	69
资产减值损失	54	62	83	103
公允价值变动损益	(0)	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
其他经营收益	32	60	60	60
<b>营业利润</b>	118	287	390	518
营业外收支	(5)	(10)	(13)	(9)
<b>利润总额</b>	113	276	377	509
所得税	2	6	8	10
<b>净利润</b>	111	271	370	498
少数股东损益	(4)	(11)	(15)	(20)
<b>归属母公司净利润</b>	116	282	385	518
EBITDA	217	425	564	705
EPS (最新摊薄)	0.43	1.06	1.45	1.95

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	20.11%	37.86%	32.76%	24.74%
营业利润	-46.28%	142.98%	36.05%	32.74%
归属母公司净利润	-40.11%	143.78%	36.52%	34.80%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.80%	24.46%	24.23%	24.33%
净利率	3.68%	6.51%	6.70%	7.24%
ROE	4.61%	10.50%	12.81%	15.08%
ROIC	4.12%	7.77%	9.48%	11.53%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	52.48%	56.22%	57.69%	56.06%
净负债比率	29.75%	37.85%	33.41%	24.82%
流动比率	1.56	1.42	1.40	1.46
速动比率	1.18	1.04	1.05	1.09
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.60	0.71	0.79	0.86
应收账款周转率	1.99	2.10	2.14	2.12
应付账款周转率	2.79	2.89	2.95	2.80
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.43	1.06	1.45	1.95
每股经营现金	0.51	-0.74	1.09	2.12
每股净资产	9.52	10.58	12.03	13.98
<b>估值比率</b>				
P/E	182.43	74.83	54.82	40.67
P/B	8.32	7.49	6.59	5.67
EV/EBITDA	48.44	51.73	38.99	30.77

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	135	(197)	289	563
净利润	111	271	370	498
折旧摊销	75	93	114	130
财务费用	14	58	75	69
投资损失	(1)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	427	(446)	(137)	(6)
其它	(490)	(173)	(133)	(128)
<b>投资活动现金流</b>	(110)	(351)	(239)	(224)
资本支出	(276)	(402)	(229)	(210)
长期投资	0	(0)	0	0
其他	167	52	(10)	(14)
<b>筹资活动现金流</b>	(50)	475	7	(354)
短期借款	57	632	57	(301)
长期借款	(139)	0	0	0
其他	32	(157)	(50)	(53)
<b>现金净增加额</b>	(24)	(73)	57	(14)

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>