

英华特（301272.SZ）

研发投入影响短期盈利，布局数据中心新赛道

- 公司发布 25 年中报，上半年公司实现收入 2.43 亿元，同比-7.5%，其中 Q2 收入 1.47 亿元，同比-12%。25H1 实现归母净利润 0.09 亿元，同比-69%，其中 Q2 归母净利润 0.11 亿元，同比-49%。
- 分产品看：1）热泵压缩机：收入 0.7 亿元，同比-22%，主要和国内烟草烘干热泵上半年需求疲软有关，暂时有承压。公司热泵压缩机竞争力强，热泵品类能效高技术逐渐成熟，后续在烘干、热水等领域的渗透率有望进一步提升。2）商用空调压缩机实现 0.9 亿元，同比-2%。在客户领域公司逐渐突破，上半年承压系中央空调行业整体下滑。3）冷冻冷藏营收 0.8 亿元，同比+2%，公司冷冻冷藏产品布局深厚，且涡旋压缩机产品节能、性价比高的优势在冷冻冷藏领域日益凸显。
- 作为国产涡旋压缩机龙头，公司在研发方面近年投入加大，主要体现在变频产品和离心压缩机产品上。22-24 年公司研发费用率为 3.4%、4.7%、8.2%，25H1 达到 13.4%。短期投入加大一定程度上影响公司盈利，中长期提公司竞争力将继续提升。25Q2 公司毛利率 23.1%，同比-1.3pct，主要受产品结构影响，及为扩张市场份额采取的价格策略影响。期间费用率 Q2 提升至 19.2%，主要受财务费用率提升影响。
- 新应用领域如数据中心拓展加速。根据半年报披露信息，公司下游应用领域不断扩大，市场空间巨大。随着产品应用场景的不断拓展，涡旋压缩机在数据中心等新兴场景也具有广阔的市场空间。根据产业在线，2024 年数据中心用涡旋压缩机销售 13.1 万台，同比增速到达 35.1%。英华特 25 匹空调大涡旋压缩机产品 YH720D1-100 可为工业、商用空调系统提供灵活的解决方案，广泛应用于商用空调冷水机组、工业流程工艺空调、数据中心机房空调等领域。
- 离心压缩机进一步突破。根据半年报，公司在原有在研项目的基础上，开发大功率变频驱动产品平台，并横向拓展离心式压缩机产品。
- 投资建议：公司为行业龙头，重视研发。短期研发投入较大，出于谨慎性考虑，下调公司盈利预测。收入方面，由于短期国内空调龙头具有部分涡旋压缩机自产能力，公司进入龙头公司供应链节奏或有所放缓，叠加热泵行业需求暂有承压，因此也适当下调收入预测。考虑到公司产品竞争力强劲，未来国产空间大，后续持续拓展除热泵、冷冻冷藏、中央空调外的新领域，中长期增长空间可观，2026 年以后盈利弹性较大。因此上调评级，给予“强烈推荐”评级。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.6/1.0/1.3 亿元，当前股价对应 2026 年估值 26 倍。
- 风险提示：中央空调行业下滑风险，产品推新不及预期，新客户进入进度不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	555	597	627	721	814
同比增长	24%	8%	5%	15%	13%

强烈推荐（上调）

消费品/家电
目标估值：NA
当前股价：43.1 元

基础数据

总股本（万股）	59
已上市流通股（万股）	31
总市值（亿元）	2.5
流通市值（亿元）	1.4
每股净资产（MRQ）	17.1
ROE（TTM）	5.3
资产负债率	18.5%
主要股东	陈毅敏
主要股东持股比例	17.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	27	43
相对表现	8	11	7

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

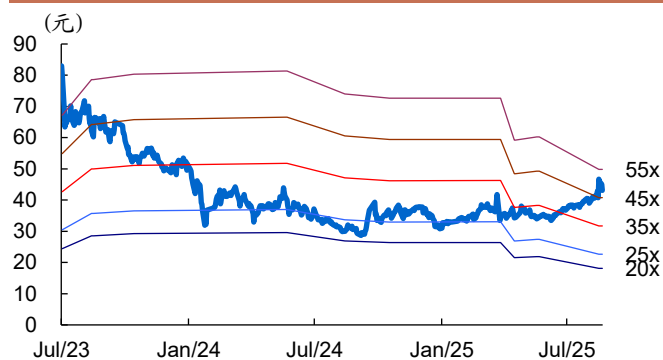
1、《英华特（301272）—涡旋压缩机龙头，国产替代大有可为》
2023-09-03

史晋星 S1090522010003
shijinxing@cmschina.com.cn
闫哲坤 S1090523070001
yanzhekun@cmschina.com.cn
牛侯航 S1090525060005
niuyuhang@cmschina.com.cn

营业利润(百万元)	99	82	65	108	140
同比增长	22%	-17%	-21%	67%	30%
归母净利润(百万元)	87	74	58	97	127
同比增长	24%	-15%	-22%	67%	30%
每股收益(元)	1.49	1.27	1.00	1.66	2.17
PE	28.9	34.0	43.3	25.9	19.9
PB	2.5	2.4	2.4	2.2	2.0

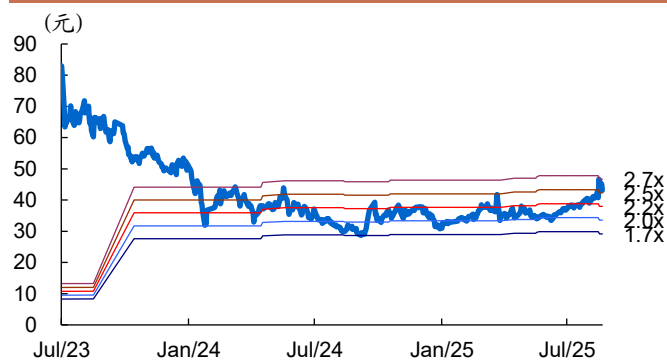
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：英华特历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：英华特历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	974	823	808	868	949
现金	538	198	174	207	263
交易性投资	250	456	456	456	456
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	59	63	66	76	86
其它应收款	2	3	3	4	4
存货	73	62	66	75	83
其他	51	41	44	50	57
非流动资产	204	390	438	480	516
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	160	218	269	314	353
无形资产商誉	13	37	33	30	27
其他	31	136	136	136	136
资产总计	1177	1214	1246	1347	1465
流动负债	154	166	175	196	217
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	129	132	141	160	178
预收账款	9	9	10	11	13
其他	16	24	24	25	26
长期负债	24	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他	24	17	17	17	17
负债合计	178	183	192	213	234
股本	59	59	59	59	59
资本公积金	745	732	732	732	732
留存收益	196	240	263	343	441
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1000	1031	1054	1134	1231
负债及权益合计	1177	1214	1246	1347	1465

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	84	51	66	106	140
净利润	87	74	58	97	127
折旧摊销	15	21	30	35	40
财务费用	0	(1)	(2)	(2)	(2)
投资收益	(6)	(13)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	(12)	(30)	0	(5)	(5)
其它	(0)	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(231)	(353)	(57)	(57)	(57)
资本支出	(64)	(82)	(77)	(77)	(77)
其他投资	(167)	(271)	20	20	20
筹资活动现金流	599	(40)	(33)	(15)	(27)
借款变动	(62)	5	(0)	0	0
普通股增加	15	0	0	0	0
资本公积增加	643	(13)	0	0	0
股利分配	0	(30)	(35)	(17)	(29)
其他	4	(2)	2	2	2
现金净增加额	452	(341)	(24)	34	56

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	555	597	627	721	814
营业成本	397	444	473	537	598
营业税金及附加	3	3	3	3	4
营业费用	19	20	21	24	27
管理费用	21	24	25	28	31
研发费用	26	49	63	43	37
财务费用	(3)	(5)	(2)	(2)	(2)
资产减值损失	(1)	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	2	7	7	7	7
投资收益	6	13	13	13	13
营业利润	99	82	65	108	140
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	99	80	63	106	138
所得税	11	6	5	9	12
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	87	74	58	97	127

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	24%	8%	5%	15%	13%
营业利润	22%	-17%	-21%	67%	30%
归母净利润	24%	-15%	-22%	67%	30%
获利能力					
毛利率	28.4%	25.6%	24.5%	25.5%	26.5%
净利率	15.7%	12.4%	9.3%	13.5%	15.6%
ROE	13.6%	7.3%	5.6%	8.9%	10.7%
ROIC	12.9%	6.9%	5.5%	8.8%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	15.1%	15.1%	15.4%	15.8%	16.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	6.3	5.0	4.6	4.4	4.4
速动比率	5.9	4.6	4.2	4.0	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	5.1	6.6	7.4	7.6	7.6
应收账款周转率	9.3	9.7	9.8	10.2	10.1
应付账款周转率	3.2	3.4	3.5	3.6	3.5
每股资料(元)					
EPS	1.49	1.27	1.00	1.66	2.17
每股经营净现金	1.43	0.88	1.12	1.81	2.39
每股净资产	17.09	17.62	18.02	19.38	21.05
每股股利	0.51	0.60	0.30	0.50	0.65
估值比率					
PE	28.9	34.0	43.3	25.9	19.9
PB	2.5	2.4	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	25.0	28.5	29.8	19.5	15.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。