



申菱环境 (301018.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

数据中心散热需求旺盛, 订单增长趋势良好 业绩简评

2025 年 10 月 29 日, 公司发布 2025 三季报。2025 年前三季度实现收入 25.08 亿元, 同比+26.84%, 归母净利润 1.50 亿元, 同比+5.05%; 其中第三季度实现收入 8.25 亿元, 同比+22.74%, 归母净利润-32.5 万元, 同比亏损。

经营分析

合同负债及存货逐季增长, 预计公司订单表现良好: 截至 2025 年三季度末, 公司存货为 10.65 亿元, 环比二季度末增长 10.71%, 合同负债为 3.8 亿元, 环比二季度末增长 0.80%, 2025 年内存货及合同负债口径均实现逐季提升, 主要受益于国内数据中心基建需求爆发, 公司新签及在手订单增长趋势良好; 三季度公司经营性能现金流净额 1.07 亿元, 环比转正, 其中销售商品、提供劳务收到的现金 10.46 亿元, 高于公司三季度收入, 预计在手订单增长将对公司后续业绩产生支撑。

盈利短期受产品结构影响, 后续有望进入上行通道: 2025Q3 公司实现毛利率 20.6%, 环比下降 5.3PCT, 预计主要原因为产品收入结构变化, 本季度盈利能力优异的工业、特种相关设备确收较少, 此外本季度数据中心产品确收仍以前期风冷订单为主, 后续随着高毛利液冷订单逐步确收, 公司盈利能力有望进入上行通道。

垂直一体化温控解决商, 加强研发满足行业需求: 2025 年前三季度公司研发投入 1.22 亿元, 同比+12%, 为应对数据中心服务器芯片日益严峻的散热挑战, 公司推出全预制大液冷系统解决方案, 通过精准液冷技术, 系统 PUE 可降至 1.15 以下, 单机柜功率密度可支持 180kW+, 采用模块化、工厂预制与全过程高质量品控, 项目交付周期缩短 50%以上, 精准契合当前全球对高质量、敏捷型数据中心基建的迫切需求, 公司 2025 上半年海外数据中心新签订单 2.5 亿元, 其中美国地区 1.2 亿元, 东南亚地区 1.3 亿元, 随着公司逐步打开海外市场渠道, 年内海外订单呈现增长态势, 将对明后年业绩贡献产生积极影响。

盈利预测、估值与评级

根据公司的在手订单情况及最新业务进展, 预计公司 2025-2027 年盈利分别为 1.7/3.4/5.7 亿元, 对应 EPS 为 0.63/1.28/2.12 元, 当前股价对应 PE 分别为 104/51/31 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

算力需求不及预期, 芯片供应能力不及预期, 国际贸易摩擦风险, 行业竞争加剧风险。

新能源与电力设备组

分析师: 姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 65.60 元

相关报告:

1. 《申菱环境公司深度研究: 垂直一体化温控解决商, 数据中心+电力行...》, 2025.9.23



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,511	3,016	4,088	5,099	6,492
营业收入增长率	13.06%	20.11%	35.54%	24.73%	27.33%
归母净利润(百万元)	105	116	169	341	565
归母净利润增长率	-36.91%	10.17%	45.81%	102.36%	65.72%
摊薄每股收益(元)	0.394	0.434	0.633	1.282	2.124
每股经营性现金流净额	0.05	0.51	-0.98	1.70	1.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.28%	4.56%	6.24%	11.21%	15.66%
P/E	66.81	88.73	103.58	51.18	30.89
P/B	2.86	4.05	6.46	5.74	4.84

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,221	2,511	3,016	4,088	5,099	6,492
增长率		13.1%	20.1%	35.5%	24.7%	27.3%
主营业务成本	-1,604	-1,817	-2,298	-3,159	-3,889	-4,854
%销售收入	72.2%	72.4%		77.3%	76.3%	74.8%
毛利	617	694	718	930	1,210	1,638
%销售收入	27.8%	27.6%	23.8%	22.7%	23.7%	25.2%
营业税金及附加	-15	-18	-20	-27	-33	-42
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-168	-212	-216	-245	-296	-357
%销售收入	7.5%	8.4%	7.1%	6.0%	5.8%	5.5%
管理费用	-149	-151	-159	-237	-280	-344
%销售收入	6.7%	6.0%	5.3%	5.8%	5.5%	5.3%
研发费用	-97	-154	-171	-184	-229	-292
%销售收入	4.4%	6.1%	5.7%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	187	159	153	237	372	603
%销售收入	8.4%	6.3%	5.1%	5.8%	7.3%	9.3%
财务费用	-15	-12	-14	-10	-16	-18
%销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-21	-44	-54	-43	-46	-51
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-1	1	0	1	1
%税前利润	n.a	n.a	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	184	132	118	211	369	593
营业利润率	8.3%	5.2%	3.9%	5.2%	7.2%	9.1%
营业外收支	-3	-24	-5	-7	-5	-5
税前利润	181	108	113	204	364	588
利润率	8.1%	4.3%	3.8%	5.0%	7.1%	9.1%
所得税	-11	-4	-2	-31	-18	-18
所得税率	6.3%	3.6%	2.0%	15.0%	5.0%	3.0%
净利润	169	104	111	174	346	570
少数股东损益	3	-1	-4	5	5	5
归属于母公司的净利润	166	105	116	169	341	565
净利率	7.5%	4.2%	3.8%	4.1%	6.7%	8.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	169	104	111	174	346	570
少数股东损益	3	-1	-4	5	5	5
非现金支出	75	117	138	122	151	181
非经营收益	14	38	22	85	51	55
营运资金变动	-195	-246	-136	-640	-96	-313
经营活动现金净流	62	14	135	-260	453	493
资本开支	-206	-214	-374	-225	-567	-567
投资	0	-338	258	0	0	0
其他	0	1	7	0	1	1
投资活动现金净流	-206	-551	-110	-225	-566	-566
股权募资	0	819	0	0	0	0
债权募资	178	71	21	586	191	154
其他	-90	-91	-71	-37	-45	-49
筹资活动现金净流	88	799	-50	549	146	105
现金净流量	-55	262	-24	65	33	33

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	262	533	507	571	603	636
应收款项	1,152	1,453	1,810	2,265	2,344	2,659
存货	586	696	863	1,255	1,332	1,436
其他流动资产	232	564	346	422	447	482
流动资产	2,233	3,246	3,526	4,512	4,726	5,213
%总资产	61.7%	68.1%	65.8%	70.1%	66.5%	65.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,162	1,287	1,564	1,711	2,162	2,589
%总资产	32.1%	27.0%	29.2%	26.6%	30.4%	32.3%
无形资产	162	161	161	189	194	199
非流动资产	1,386	1,521	1,834	1,928	2,382	2,812
%总资产	38.3%	31.9%	34.2%	29.9%	33.5%	35.0%
资产总计	3,619	4,767	5,360	6,440	7,107	8,024
短期借款	282	309	488	1,073	1,265	1,419
应付款项	769	890	1,321	1,587	1,700	1,847
其他流动负债	312	382	446	505	523	568
流动负债	1,363	1,580	2,255	3,165	3,488	3,835
长期贷款	441	488	349	349	349	349
其他长期负债	220	227	209	205	204	203
负债	2,024	2,296	2,813	3,719	4,041	4,388
普通股股东权益	1,586	2,451	2,534	2,702	3,043	3,608
其中：股本	240	266	266	266	266	266
未分配利润	530	570	631	799	1,140	1,705
少数股东权益	9	19	13	18	23	28
负债股东权益合计	3,619	4,767	5,360	6,440	7,107	8,024

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.693	0.394	0.434	0.633	1.282	2.124
每股净资产	6.610	9.213	9.523	10.156	11.438	13.562
每股经营现金净流	0.259	0.052	0.509	-0.976	1.703	1.855
每股股利	0.200	0.160	0.538	0.610	0.700	0.800
回报率						
净资产收益率	10.48%	4.28%	4.56%	6.24%	11.21%	15.66%
总资产收益率	4.59%	2.20%	2.16%	2.62%	4.80%	7.04%
投入资本收益率	7.55%	4.69%	4.42%	4.86%	7.54%	10.82%
增长率						
主营业务收入增长率	23.53%	13.06%	20.11%	35.54%	24.73%	27.33%
EBIT 增长率	11.87%	-14.90%	-4.00%	54.84%	57.03%	62.24%
净利润增长率	18.49%	-36.91%	10.17%	45.81%	102.36%	65.72%
总资产增长率	11.89%	31.71%	12.44%	20.15%	10.37%	12.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	152.0	173.5	183.5	190.0	160.0	145.0
存货周转天数	138.1	128.7	123.8	145.0	125.0	108.0
应付账款周转天数	123.3	123.9	130.7	133.0	115.0	98.0
固定资产周转天数	144.8	165.5	142.3	147.6	147.1	136.7
偿债能力						
净负债/股东权益	28.87%	10.65%	9.73%	28.29%	30.28%	28.89%
EBIT 利息保障倍数	12.2	12.9	10.8	24.2	23.7	33.1
资产负债率	55.92%	48.17%	52.48%	57.76%	56.86%	54.68%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	4	10
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.25	1.20	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究