

申菱环境 (301018)

证券研究报告
2026年04月27日

收入高增、利润弹性释放，数据服务与工业双轮驱动

事件：2025年公司实现营业收入42.09亿元（同比+39.55%，下同），归母净利润2.2亿元（同比+87.59%），扣非归母净利润2.1亿元（+84.29%）。2025年Q4实现营业收入17.02亿元（+63.74%），归母净利润0.67亿元（同期亏损0.27亿元），扣非归母净利润0.64亿元（同期亏损0.28亿元）。Q4同比改善主要受益于收入规模显著放大、产品结构优化带动毛利率提升，以及管理/研发费用率下降。

点评：25A分品类看，**设备（32.69亿元，+28.11%）：**收入占比77.66%，较2024年的84.60%下降6.94pct；毛利率21.46%，同比-1.47pct。设备仍是公司收入基本盘，但随着高毛利解决方案及服务占比提升，设备收入占比被动回落，反映公司正从单一设备供应向综合交付能力延伸。**解决方案及服务（9.25亿元，+105.59%）：**收入占比21.97%，较2024年的14.91%提升7.06pct；毛利率31.63%，同比+4.99pct。该业务增速显著快于整体收入增速，且毛利率较设备高10.17pct，是2025年盈利改善的核心结构性来源，一体化集成解决方案加速放量。**其他产品（0.16亿元，+5.59%）：**收入占比0.37%，体量较小，对整体收入和利润贡献有限。

分地区看，境内（40.66亿元，+35.66%）：收入占比96.59%，较2024年的99.36%下降2.77pct；毛利率23.72%，同比+0.02pct。公司与境内大客户在数据服务、工业与特种温控领域进行合作，毛利率基本稳定，说明大盘放量过程中定价与成本控制总体平稳。**境外（1.44亿元，+649.48%）：**收入占比3.41%，较2024年的0.64%提升2.77pct。境外体量仍小，但增速显著，已成为公司中长期渠道拓展与区域扩张的重要观察点；年报已披露公司设立德国、马来西亚、泰国等海外子公司，海外布局进入加速阶段。

利润端：毛利率：2025年公司整体毛利率为23.99%，同比提升+0.19pct，改善幅度不大但方向明确，主要由高毛利业务占比提升带动。**正向贡献：**解决方案及服务毛利率31.63%（同比+4.99pct），数据服务行业毛利率23.60%（同比+4.26pct），共同支撑整体毛利率上行。**负向拖累：**设备毛利率21.46%（同比-1.47pct），工业行业毛利率23.92%（同比-7.38pct）。**期间费用率：**2025年销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.68/-0.61/-1.09/+0.13pct，收入高增带来的规模效应明显，销售、管理、研发费用率均摊薄，财务费用率上升主要系利息收入减少所致。

投资建议：从经营结果看，公司已形成数据服务+工业温控的双轮驱动格局，解决方案及服务业务收入翻倍增长、毛利率显著高于设备。我们认为公司正从设备制造商向更高附加值的系统解决方案提供商演进，有望持续带来业绩增量，预计26-28年归母净利润分别为4.6/6.8/9.4亿元（26年前值2.6亿元），维持“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险、公司快速发展带来的管理风险、应收账款增长风险、原材料价格波动风险、海外市场拓展风险。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,016.18	4,209.20	6,651.86	9,827.88	13,795.55
增长率(%)	20.11	39.55	58.03	47.75	40.37
EBITDA(百万元)	407.29	615.27	669.50	934.12	1,245.27
归属母公司净利润(百万元)	115.56	216.78	463.84	683.05	937.76
增长率(%)	10.17	87.59	113.97	47.26	37.29
EPS(元/股)	0.43	0.81	1.74	2.57	3.52
市盈率(P/E)	289.03	154.08	72.01	48.90	35.62
市净率(P/B)	13.18	12.25	10.95	9.46	7.98
市销率(P/S)	11.07	7.94	5.02	3.40	2.42
EV/EBITDA	25.54	27.87	52.21	37.83	29.57

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用设备
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	125.54元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	266.05
流通A股股本(百万股)	197.76
A股总市值(百万元)	33,400.24
流通A股市值(百万元)	24,826.40
每股净资产(元)	10.25
资产负债率(%)	56.66
一年内最高/最低(元)	136.01/32.56

作者

周嘉乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525060005
zhoujiale@tfzq.com

陈怡仲 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525090004
chenyizhong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《申菱环境-季报点评:数据中心订单逐步落地，公司加大费用投入》2024-10-29
- 《申菱环境-公司点评:业绩目标高增，考核目标彰显公司信心》2024-02-26
- 《申菱环境-半年报点评:新能源业务强势增长，特种板块营收受季节性波动影响》2023-08-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	506.81	592.88	532.15	786.23	1,103.64
应收票据及应收账款	1,756.29	2,251.04	4,081.81	5,274.74	7,859.20
预付账款	38.94	55.30	93.00	124.22	178.65
存货	863.41	869.05	1,402.86	1,370.37	1,851.88
其他	360.07	481.07	966.49	1,036.24	1,414.99
流动资产合计	3,525.53	4,249.33	7,076.31	8,591.80	12,408.36
长期股权投资	0.12	2.80	3.61	4.28	4.84
固定资产	1,175.99	1,729.36	1,896.71	2,025.50	2,119.24
在建工程	387.77	34.20	114.20	186.92	253.04
无形资产	159.28	155.17	145.68	136.25	126.95
其他	111.09	171.32	171.11	161.54	146.76
非流动资产合计	1,834.25	2,092.85	2,331.30	2,514.49	2,650.83
资产总计	5,359.78	6,342.18	9,407.61	11,106.30	15,059.19
短期借款	305.05	503.98	1,689.14	2,238.68	3,720.88
应付票据及应付账款	1,289.28	1,675.38	2,565.85	3,081.90	4,076.85
其他	660.31	664.45	1,073.72	1,148.59	1,672.49
流动负债合计	2,254.65	2,843.81	5,328.71	6,469.16	9,470.22
长期借款	349.32	516.93	772.05	850.90	1,143.67
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	208.88	232.86	232.86	232.86	232.86
非流动负债合计	558.20	749.79	1,004.92	1,083.77	1,376.53
负债合计	2,812.85	3,593.60	6,333.63	7,552.93	10,846.75
少数股东权益	13.35	21.74	22.57	23.76	26.40
股本	266.05	266.05	266.05	266.05	266.05
资本公积	1,522.71	1,541.58	1,541.58	1,541.58	1,541.58
留存收益	744.64	918.85	1,243.53	1,721.67	2,378.10
其他	0.17	0.35	0.24	0.30	0.30
股东权益合计	2,546.93	2,748.58	3,073.98	3,553.37	4,212.44
负债和股东权益总计	5,359.78	6,342.18	9,407.61	11,106.30	15,059.19

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	111.12	225.17	463.84	683.05	937.76
折旧摊销	75.15	98.26	123.28	136.21	147.89
财务费用	23.88	25.54	25.04	25.04	25.04
投资损失	(1.40)	2.11	0.23	0.31	0.89
营运资金变动	201.65	(110.04)	(1,395.96)	(663.77)	(1,968.28)
其它	(275.08)	83.90	2.27	1.90	4.11
经营活动现金流	135.32	324.94	(781.30)	182.75	(852.60)
资本支出	369.48	267.52	361.13	328.30	298.46
长期投资	(0.13)	2.68	0.81	0.67	0.56
其他	(478.91)	(766.44)	(917.00)	(651.89)	(592.83)
投资活动现金流	(109.56)	(496.23)	(555.06)	(322.92)	(293.82)
债权融资	26.07	329.07	1,415.25	599.62	1,746.29
股权融资	(33.25)	19.05	(139.62)	(205.37)	(282.46)
其他	(42.65)	(90.77)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(49.83)	257.36	1,275.63	394.25	1,463.83
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(24.06)	86.06	(60.73)	254.08	317.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,016.18	4,209.20	6,651.86	9,827.88	13,795.55
营业成本	2,298.29	3,199.48	5,034.86	7,375.03	10,282.96
营业税金及附加	20.08	30.05	46.51	68.10	96.85
销售费用	215.54	272.22	435.55	696.88	1,045.33
管理费用	158.81	195.85	303.57	470.53	682.26
研发费用	170.62	192.17	288.25	426.61	597.25
财务费用	14.12	25.04	25.04	25.04	25.04
资产/信用减值损失	(53.91)	(75.89)	(57.94)	(62.58)	(65.47)
公允价值变动收益	(0.28)	1.09	1.09	0.19	0.34
投资净收益	1.40	(2.11)	(0.23)	(0.31)	(0.89)
其他	32.10	33.51	58.80	44.13	47.82
营业利润	118.04	251.00	519.80	747.12	1,047.66
营业外收入	7.12	8.87	8.87	7.38	7.47
营业外支出	11.79	7.53	7.53	11.47	11.37
利润总额	113.37	252.35	521.15	743.03	1,043.76
所得税	2.25	27.18	56.13	58.26	102.23
净利润	111.12	225.17	465.02	684.76	941.53
少数股东损益	(4.44)	8.39	1.18	1.71	3.77
归属于母公司净利润	115.56	216.78	463.84	683.05	937.76
每股收益(元)	0.43	0.81	1.74	2.57	3.52

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	20.11%	39.55%	58.03%	47.75%	40.37%
营业利润	-10.35%	112.64%	107.09%	43.73%	40.23%
归属于母公司净利润	10.17%	87.59%	113.97%	47.26%	37.29%
获利能力					
毛利率	23.80%	23.99%	24.31%	24.96%	25.46%
净利率	3.83%	5.15%	6.97%	6.95%	6.80%
ROE	4.56%	7.95%	15.20%	19.35%	22.40%
ROIC	4.87%	9.18%	16.36%	15.45%	17.69%
偿债能力					
资产负债率	52.48%	56.66%	67.32%	68.01%	72.03%
净负债率	12.96%	21.76%	68.29%	69.50%	93.14%
流动比率	1.56	1.49	1.33	1.33	1.31
速动比率	1.18	1.19	1.06	1.12	1.11
营运能力					
应收账款周转率	1.92	2.10	2.10	2.10	2.10
存货周转率	3.87	4.86	5.86	7.09	8.56
总资产周转率	0.60	0.72	0.84	0.96	1.05
每股指标(元)					
每股收益	0.43	0.81	1.74	2.57	3.52
每股经营现金流	0.51	1.22	-2.94	0.69	-3.20
每股净资产	9.52	10.25	11.47	13.27	15.73
估值比率					
市盈率	289.03	154.08	72.01	48.90	35.62
市净率	13.18	12.25	10.95	9.46	7.98
EV/EBITDA	25.54	27.87	52.21	37.83	29.57
EV/EBIT	31.27	32.84	63.99	44.29	33.55

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com