

申菱环境（301018）

液冷筑基迎算力东风，扩产+出海打开成长空间

报告摘要

◆ 深耕专用温控领域，数据服务放量驱动业绩进入加速期。

公司是国内领先的专业特种空调与温控设备供应商，成立之初主营专用空调设备，现已成长为提供多场景人工环境调控垂直解决方案的综合型温控服务商，业务覆盖数据服务、工业温控、特种行业、公建及商用四大板块。随着数据中心的快速扩张，公司营业收入从 2021 年的 17.98 亿元增长至 2025 年的 42.09 亿元，期间 CAGR 达 23.7%；2025 年收入同比增长 39.6%，归母净利润 2.17 亿元，同比增长 87.6%，进入成长快车道。其中，数据服务收入 23.43 亿元，同比+51.4%，占比提升至 55.7%。2026Q1 公司营业收入为 6.17 亿元，同比-1.8%；归母净利润 0.28 亿元，同比-47.7%，但合同负债与存货较 2025 年底分别+56.5%和+48.7%，反映公司在手订单充裕，我们判断公司 Q1 短期承压，主要受行业季节性波动及订单交付节奏的影响。

◆ AI 算力升级加速液冷渗透，公司卡位核心环节。

随着 AI 算力基础设施快速发展，数据中心功率密度和能耗水平持续提升，芯片热设计功耗 TDP 快速突破风冷极限，PUE 要求持续趋严，液冷从“可选项”变为“必选项”。根据中商产业研究院数据，2024 年我国液冷数据中心的市场规模达 110.1 亿元，预计 2027 年增加至 310.8 亿元。公司自 2011 年起布局数据中心液冷散热技术，参与中国移动南方基地的“数据中心液/气双通道精准高效致冷系统关键技术及应用”科研项目，与浪潮信息、新创意、华南理工等合作完成了定制液冷服务器及液冷散热系统的开发，搭建国内较早的商用液冷微模块数据中心。据赛迪顾问数据，公司在 2024 年中国液冷数据中心市场 CDU 厂商排名第一、中国智算行业液冷数据中心市场厂商排名第一。

产品端，形成液冷（CDU、Manifold、一体化冷源、干冷器、预制化一二次侧管网、整装式液冷模块、快接头、冷板等）、风冷、相变、主机四大系列全栈布局，可满足 AI 算力中心高密散热与极低 PUE 要求；

投资评级

买入

首次评级

2026 年 07 月 30 日

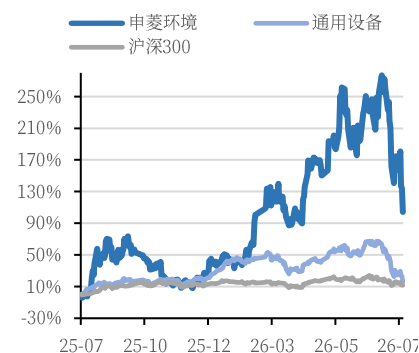
收盘价(元):

67.75

公司基本数据

总股本(百万股)	374.28
总市值(百万)	25,357.56
流通股本(百万股)	282.82
流通市值(百万)	19,161.25
12 月最高/最低价(元)	170.00/43.78
资产负债率(%)	60.18
每股净资产(元)	10.37
市盈率(TTM)	132.80
市净率(PB)	6.53
净资产收益率(%)	1.03

股价走势图



作者

刘一楠

分析师

SAC 执业证书: S0640524100002

邮箱: liuyn@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

客户端，与 H 公司、字节、腾讯、阿里等重要头部客户及主要 COLO 商合作粘性进一步加强，2025 年数据服务板块新增订单同比增长约 72%。

◆ 工业与特种业务构筑基本盘，打开多元化成长空间。

除数据中心业务外，公司战略聚焦电力与能源领域。2025 年工业板块营业收入实现 11.38 亿元，同比增长 86.1%，其中电力与能源业务同比增长 234%，主要增量来自储能液冷温控、锂电池制造配套、特高压电网、抽水蓄能等场景；随着“碳中和”战略推进，光伏、风电、储能、锂电、充电桩等新能源相关工业空调需求有望长期保持快速增长。特种板块 2025 年收入短期承压，同比下降 15.06%，但核电多元化应用稳步推进、机场建设回暖、VOCs 治理与医院建设市场扩张，特种空调应用场景处于快速增长期；2025 年 6 月 28 日公司高州特种空调和通风设备制造基地一期正式投产，将为核电产品、油气回收等特种产品的规模增长提供产能支撑。

◆ 液冷新基地夯实增长基础，产能与资本开支为成长蓄势。

目前公司形成“三大基地+高州特种基地+液冷新质智造基地”布局：

- (1) **三大基地：**一基地主要生产商用空调、数据服务空调，二基地主要生产数据服务空调；三基地主要生产特种、工业及公建空调。其中二基地作为枢纽，联动全集团资源，23 年启动升级改造，2025 年 7 月正式投产，液冷测试中心、液冷长廊平台、净化车间、智能化产线等设施大幅提升液冷产品研发测试与加工制造能力，公司 25 年目标用三年时间实现 ICT 和储能领域 50 亿元营收。
- (2) **高州基地：**高州特种空调和通风设备制造基地一期于 2025 年 6 月投产，作为特种空调主要生产基地，为核电、油气回收等特种产品放量提供产能支撑。高州二期智能制造产业园项目主要生产液冷及集装箱式数据中心产品，预计 2026 年 9 月投产，预计达产后新增产值为 15 亿元。
- (3) **顺德陈村液冷新质智造基地：**该项目总投资 8 亿元，于 2026 年 3 月动工建设，预计 27 年 7 月投产。建成达产后可实现年产数据服务液冷机组 15,000 台、液冷系统合同数量 700 个、储能液冷机组 4,000 台、风冷机组 2,200 台，预计投产后新增年产值约 10 亿元。

◆ 全球化布局提速，海外业订单取得突破。

2025 年公司境外收入 1.44 亿元，同比增长 649.5%，其中 2025 年上半年海外数据服务业务新增订单即达 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。公司已在新加坡、马来西亚规模交付液冷、相变冷却等高效产品，凭借高效产品与快速交付能力获得国际客户认可。2026 年公司将重点构建北美市场 AI 液冷相关产品业务拓展、交付及服务保障能力，以承接当地客户订单的规模化落地，并加快中东、南亚、欧洲等新兴市场拓展。

◆ 投资建议

公司是国内专业特种空调与温控领域龙头，深度受益于 AI 算力扩张带来的数据中心液冷温控需求增长，储能温控与核电特种空调多主业协同发展，海外突破与产能扩张共振。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 60.71 亿元、88.77 亿元、130.30 亿元，同比分别增长 44.2%、46.2%、46.8%；归母净利润分别为 3.91 亿元、6.43 亿元、9.79 亿元，同比分别增长 80.4%、64.4%、52.4%。对应当前（2026 年 7 月 28 日）收盘价 PE 分别为 65、39、26 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

下游需求不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、国际贸易政策变化的风险、原材料价格波动的风险。

◆ 分业务拆分:

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营业收入	3,016.2	4,209.2	6,071.5	8,876.6	13,030.2
yoy	20.1%	39.6%	44.2%	46.2%	46.8%
毛利率	23.8%	24.0%	24.6%	24.9%	25.1%
数据服务行业	1,547.5	2,343.3	3,983.5	6,572.9	10,516.6
yoy	75.4%	51.4%	70.0%	65.0%	60.0%
毛利率	19.3%	23.6%	24.0%	24.5%	25.0%
工业行业	611.2	1,137.5	1,308.1	1,465.1	1,611.6
yoy	-30.5%	86.1%	15.0%	12.0%	10.0%
毛利率	31.3%	23.9%	26.0%	26.0%	25.0%
特种行业	703.7	597.8	645.6	697.2	753.0
yoy	11.2%	-15.1%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利率	25.7%	25.8%	26.0%	26.0%	26.0%
公建及商用行业	139.0	115.1	117.5	123.3	129.5
yoy	28.2%	-17.2%	2.0%	5.0%	5.0%
毛利率	23.9%	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%
其他行业	14.7	15.6	16.8	18.2	19.6
yoy	85.9%	5.6%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利率	87.3%	99.8%	99.9%	99.9%	99.9%

资料来源: ifind, 公司公告, 中航证券研究所

◆ 盈利预测:

财务数据与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3,016.18	4,209.20	6,071.47	8,876.61	13,030.23
增长率 (%)	20.11	39.55	44.24	46.20	46.79
归母净利润 (百万元)	115.56	216.78	391.01	642.76	979.28
增长率 (%)	10.17	87.59	80.37	64.38	52.36
毛利率 (%)	23.80	23.99	24.64	24.86	25.05
每股收益 (元)	0.31	0.58	1.04	1.72	2.62
市盈率 PE	219.43	116.98	64.85	39.45	25.89
市净率 PB	10.01	9.30	8.46	7.37	6.16
净资产收益率 ROE (%)	4.56	7.95	13.05	18.67	23.77

资料来源: ifind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标（百万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	507	593	607	888	1303	营业收入	3016	4209	6071	8877	13030
应收票据及账款	1984	2482	3191	4422	6135	营业成本	2298	3199	4575	6670	9766
预付账款	39	55	81	118	173	税金及附加	20	30	42	62	91
其他应收款	38	31	68	99	146	销售费用	216	272	352	488	717
存货	863	869	1379	1827	2408	管理费用	159	196	243	337	495
其他流动资产	95	219	226	236	251	研发费用	171	192	273	382	547
流动资产总计	3526	4249	5551	7590	10415	财务费用	14	25	29	36	36
长期股权投资	0	3	153	272	372	资产减值损失	-8	-12	-17	-24	-35
固定资产	1185	1780	1831	1968	2185	信用减值损失	-46	-64	-108	-157	-231
在建工程	388	34	362	389	317	其他经营损益	-0	0	0	0	0
无形资产	159	155	141	144	138	投资收益	1	-2	-0	-0	-1
长期待摊费用	2	31	33	40	44	公允价值变动损益	-0	1	0	0	1
其他非流动资产	101	90	114	114	113	资产处置收益	-1	-25	-9	-12	-15
非流动资产合计	1834	2093	2634	2928	3170	其他收益	33	59	41	44	48
资产总计	5360	6342	8185	10518	13585	营业利润	118	251	464	752	1144
短期借款	305	504	960	1335	1459	营业外收入	7	9	6	7	7
应付票据及账款	1289	1675	2289	3337	4886	营业外支出	12	8	15	11	11
其他流动负债	660	664	1158	1688	2475	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	2255	2844	4407	6360	8819	利润总额	113	252	455	748	1140
长期借款	353	554	537	452	345	所得税	2	27	49	81	123
其他非流动负债	205	195	207	202	202	净利润	111	225	406	668	1017
非流动负债合计	558	750	744	654	547	少数股东损益	-4	8	15	25	38
负债合计	2813	3594	5151	7014	9366	归属母公司净利润	116	217	391	643	979
股本	266	266	374	374	374	EBITDA	211	393	653	980	1404
资本公积	1523	1542	1433	1433	1433	NOPLAT	122	239	449	715	1068
留存收益	745	919	1190	1634	2312	EPS (元)	0.31	0.58	1.04	1.72	2.62
归属母公司权益	2534	2727	2997	3442	4119	主要财务比率					
少数股东权益	13	22	37	62	100	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
股东权益合计	2547	2749	3034	3504	4219	成长能力					
负债和股东权益合计	5360	6342	8185	10518	13585	营收增长率	20.1%	39.6%	44.2%	46.2%	46.8%
现金流量表						营业利润增长率	-10.3%	112.6%	84.9%	62.1%	52.0%
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	EBIT 增长率	5.8%	117.6%	74.4%	62.1%	49.9%
税后经营利润	111	225	386	642	992	EBITDA 增长率	9.3%	85.9%	66.3%	50.1%	43.2%
折旧与摊销	84	115	169	196	228	归母净利润增长率	10.2%	87.6%	80.4%	64.4%	52.4%
财务费用	14	25	29	36	36	经营现金流增长率	877.2%	140.1%	33.9%	68.6%	67.0%
投资损失	-1	2	0	0	1	盈利能力					
营运资金变动	-145	-144	-180	-181	-74	毛利率	23.8%	24.0%	24.6%	24.9%	25.1%
其他经营现金流	72	101	31	40	43	净利率	3.7%	5.3%	6.7%	7.5%	7.8%
经营性现金净流量	135	325	435	734	1225	营业利润率	3.9%	6.0%	7.6%	8.5%	8.8%
资本支出	389	385	549	374	371	ROE	4.6%	7.9%	13.0%	18.7%	23.8%
长期投资	258	-123	-150	-120	-100	ROA	2.2%	3.4%	4.8%	6.1%	7.2%
其他投资现金流	21	12	-11	-15	-18	ROIC	4.2%	8.2%	13.1%	16.5%	21.0%
投资性现金净流量	-110	-496	-710	-509	-489	估值倍数					
短期借款	57	199	456	375	124	P/E	219.4	117.0	64.9	39.5	25.9
长期借款	-143	201	-17	-85	-107	P/S	8.4	6.0	4.2	2.9	1.9
普通股增加	0	0	108	0	0	P/B	10.0	9.3	8.5	7.4	6.2
资本公积增加	9	19	-108	0	0	股息率	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	1.2%
其他筹资现金流	28	-162	-149	-234	-338	EV/EBIT	83.4	63.5	55.2	34.4	23.0
筹资性现金净流量	-50	257	289	56	-321	EV/EBITDA	50.4	44.8	40.9	27.6	19.3
现金流量净额	-24	86	14	281	415	EV/NOPLAT	87.3	73.7	59.4	37.8	25.3

资料来源：ifind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人士或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637