2026 年 10 月 31 日

申菱环境（301018.SZ）

买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

业绩超预期，液冷订单爆发、后续业绩释放可期

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）：59.15 元

相关报告：

1.《申菱环境 26H1 点评：财务指标先行，静待下半年业绩释放》，2026.8.29

2.《申菱环境 26Q1 点评：业绩符合预期，在手订单充沛、液冷业务蓄...》，2026.4.28

3.《申菱环境 2025 年报业绩点评：算力、能源双轮驱动，温控业务迈...》，2026.4.26

业绩简评

2026 年 10 月 30 日，公司发布 2026 年三季报。前三季度实现营业收入 34.33 亿元，同比+36.91%；实现归母净利润 1.42 亿元，同比-5.38%。其中 Q3 实现营业收入 16.77 亿元，环比+47.28%；实现归母净利润 8797.22 万元，环比+241.78%，业绩超预期。

经营分析

存货、应收及合同负债高增，业务规模持续扩大。Q3 末，公司存货 26.35 亿元、应收账款及应收票据合计 32.43 亿元、合同负债 9.02 亿元，较 Q2 末分别增长 42.39%、27.23%、104.42%，表明公司年内新签订单规模持续扩大。根据公司第三期股票激励计划考核目标，2026/2027 年营业收入分别为 56.82/84.18 亿元，考虑到 Q3 收入环比增速较高，且前期发出商品将陆续验收，公司收入有望继续保持稳定增长态势。

采购支出、预付款项及在建工程增加，备货扩产保障交付。Q3 公司购买商品、接受劳务支付的现金 17.60 亿元，环比+56.78%；期末预付款项 4.01 亿元，环比+187.09%，采购支出与预付款同步增长，供应端资金投入明显增加。同时，期末在建工程 2.12 亿元，较 Q2 末增加 0.90 亿元，公司持续推进产能建设，并计划通过可转债募集资金投入 8.00 亿元建设液冷新质智造基地、2.00 亿元补充流动资金，为后续订单承接及规模化交付提供保障。

液冷订单持续增长，海外大额协议支撑后续业绩释放。9 月 16 日，公司与海外客户签订约 27.82 亿元的空调制冷设备供应协议，客户将根据实际需求下达采购订单，协议约定交付期限为生效后 120 天，公司预计协议顺利履行将对 2027 年经营成果产生积极影响。考虑到液冷产品向海外客户交付，海运、现场施工及验收周期较长，预计 Q3 海外项目对业绩的贡献仍较有限，相关收入有望在 2026Q4 至 2027Q1 逐步确认。随着海外订单陆续交付、验收节奏趋稳，公司未来利润规模有望加速增长。

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，调整公司 2026-2028 年盈利分别为 2.9/15.8/25.4 亿元，对应 EPS 为 0.78/4.21/6.78 元，当前股价对应 PE 分别为 76/14/9 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。



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,016	4,209	5,687	11,492	18,013
营业收入增长率	20.11%	39.55%	35.12%	102.06%	56.74%
归母净利润(百万元)	116	217	291	1,575	2,537
归母净利润增长率	10.17%	87.59%	34.47%	440.29%	61.10%
摊薄每股收益(元)	0.434	0.815	0.779	4.208	6.779
每股经营性现金流净额	0.51	1.22	-3.57	5.45	5.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.56%	7.95%	9.71%	34.42%	35.67%
P/E	88.73	77.96	75.95	14.06	8.73
P/B	4.05	6.20	7.38	4.84	3.11

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）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**2,511**	**3,016**	**4,209**	**5,687**	**11,492**	**18,013**
增长率		20.1%	39.6%	35.1%	102.1%	56.7%
主营业务成本	-1,817	-2,298	-3,199	-4,470	-8,274	-13,130
%销售收入	72.4%	76.2%	76.0%	78.6%	72.0%	72.9%
毛利	694	718	1,010	1,218	3,218	4,883
%销售收入	27.6%	23.8%	24.0%	21.4%	28.0%	27.1%
营业税金及附加	-18	-20	-30	-31	-63	-99
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-212	-216	-272	-313	-575	-811
%销售收入	8.4%	7.1%	6.5%	5.5%	5.0%	4.5%
管理费用	-151	-159	-196	-227	-345	-540
%销售收入	6.0%	5.3%	4.7%	4.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-154	-171	-192	-267	-460	-721
%销售收入	6.1%	5.7%	4.6%	4.7%	4.0%	4.0%
息税前利润（EBIT）	159	153	319	379	1,776	2,713
%销售收入	6.3%	5.1%	7.6%	6.7%	15.5%	15.1%
财务费用	-12	-14	-25	-33	-5	84
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.0%	-0.5%
资产减值损失	-44	-54	-76	-65	-124	-127
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	-1	1	-5	2	2	2
%税前利润	n.a	0.6%	n.a	0.6%	0.1%	0.1%
营业利润	132	118	251	313	1,669	2,682
营业利润率	5.2%	3.9%	6.0%	5.5%	14.5%	14.9%
营业外收支	-24	-5	1	2	5	10
税前利润	108	113	252	315	1,674	2,692
利润率	4.3%	3.8%	6.0%	5.5%	14.6%	14.9%
所得税	-4	-2	-27	-16	-84	-135
所得税率	3.6%	2.0%	10.8%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	104	111	225	299	1,590	2,557
少数股东损益	-1	-4	8	8	15	20
归属于母公司的净利润	**105**	**116**	**217**	**291**	**1,575**	**2,537**
净利率	4.2%	3.8%	5.2%	5.1%	13.7%	14.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	104	111	225	299	1,590	2,557
少数股东损益	-1	-4	8	8	15	20
非现金支出	117	138	191	196	255	257
非经营收益	38	22	39	151	121	132
营运资金变动	-246	-136	-131	-1,983	74	-836
经营活动现金净流	**14**	**135**	**325**	**-1,336**	**2,040**	**2,109**
资本开支	-214	-374	-374	-424	-395	-400
投资	-338	258	-123	0	0	0
其他	1	7	1	2	2	2
投资活动现金净流	**-551**	**-110**	**-496**	**-422**	**-393**	**-398**
股权募资	819	0	0	-18	0	0
债权募资	71	21	348	2,041	183	465
其他	-91	-71	-91	-67	-88	-94
筹资活动现金净流	**799**	**-50**	**257**	**1,956**	**96**	**371**
现金净流量	**262**	**-24**	**86**	**199**	**1,743**	**2,082**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	533	507	593	781	2,517	4,594
应收款项	1,453	1,810	2,303	3,907	4,284	4,722
存货	696	863	869	3,429	3,400	3,597
其他流动资产	564	346	484	1,114	1,774	2,653
流动资产	3,246	3,526	4,249	9,232	11,976	15,566
%总资产	68.1%	65.8%	67.0%	80.2%	82.6%	85.0%
长期投资	0	0	5	5	5	5
固定资产	1,287	1,564	1,764	2,008	2,250	2,489
%总资产	27.0%	29.2%	27.8%	17.4%	15.5%	13.6%
无形资产	161	161	186	209	208	207
非流动资产	1,521	1,834	2,093	2,286	2,515	2,746
%总资产	31.9%	34.2%	33.0%	19.8%	17.4%	15.0%
资产总计	**4,767**	**5,360**	**6,342**	**11,518**	**14,491**	**18,311**
短期借款	309	488	674	2,715	2,899	3,363
应付款项	890	1,321	1,712	3,528	3,820	4,208
其他流动负债	382	446	458	1,518	2,433	2,849
流动负债	1,580	2,255	2,844	7,761	9,152	10,420
长期贷款	488	349	517	517	517	517
其他长期负债	227	209	233	210	202	197
负债	2,296	2,813	3,594	8,488	9,871	11,134
普通股股东权益	2,451	2,534	2,727	3,001	4,576	7,113
其中：股本	266	266	266	374	374	374
未分配利润	570	631	786	1,077	2,652	5,189
少数股东权益	19	13	22	30	45	65
负债股东权益合计	**4,767**	**5,360**	**6,342**	**11,518**	**14,491**	**18,311**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.394	0.434	0.815	0.779	4.208	6.779
每股净资产	9.213	9.523	10.249	8.017	12.225	19.004
每股经营现金净流	0.052	0.509	1.221	-3.569	5.451	5.635
每股股利	0.160	0.160	0.538	0.610	0.700	0.800
回报率						
净资产收益率	4.28%	4.56%	7.95%	9.71%	34.42%	35.67%
总资产收益率	2.20%	2.16%	3.42%	2.53%	10.87%	13.86%
投入资本收益率	4.69%	4.42%	7.21%	5.74%	21.00%	23.30%
增长率						
主营业务收入增长率	13.06%	20.11%	39.55%	35.12%	102.06%	56.74%
EBIT增长率	-14.90%	-4.00%	109.00%	18.54%	369.05%	52.72%
净利润增长率	-36.91%	10.17%	87.59%	34.47%	440.29%	61.10%
总资产增长率	31.71%	12.44%	18.33%	81.61%	25.81%	26.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	173.5	183.5	170.7	230.0	120.0	80.0
存货周转天数	128.7	123.8	98.8	280.0	150.0	100.0
应付账款周转天数	123.9	130.7	134.4	170.0	90.0	58.0
固定资产周转天数	165.5	142.3	150.0	107.4	51.3	31.5
偿债能力						
净负债/股东权益	10.65%	9.73%	14.36%	74.16%	15.05%	-12.77%
EBIT利息保障倍数	12.9	10.8	12.8	11.5	345.8	-32.2
资产负债率	48.17%	52.48%	56.66%	73.69%	68.12%	60.80%

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	1	2	5	7
增持	1	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**2.00**	**1.50**	**1.50**	**1.38**	**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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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