

申菱环境 (301018.SZ)

旧厂房拆除影响短期业绩，新能源业务批量交付

买入

核心观点

上半年归母净利润下降 16%。2023 年上半年，公司实现营收 11.49 亿元，同比增长 6.3%；实现归母净利润 0.87 亿元，同比下降 16%；实现扣非归母净利润 1.0 亿元，同比增长 12.6%。单季度来看，23Q2 公司实现营业收入 6.87 亿元，同比+6.3%；实现归母净利润 0.46 亿元，同比下降 31%；实现扣非归母净利润 0.65 亿元，同比增长 8.6%。公司上半年营收稳健增长，利润同比下降主要受旧厂房拆除（计提损失 2212 万元）和股份支付费用（计提 2611 万元）影响，若剔除上述影响，上半年公司归母净利润同比增长 25.2%。

原材料成本压力缓解，毛利率回暖。受益于铜等上游原材料成本压力缓解，公司总体毛利率回暖。2023 年上半年，公司毛利率为 29.0%，同比提升 1.7pct。费用端，由于股权激励费用和固定资产折旧影响，上半年公司管理费用率显著提升 2.1pct 至 7.9%；销售费用率和研发费用率同比基本持平。叠加旧厂房拆除计提损失影响，上半年公司净利率同比下降 2.1pct 至 7.6%。

分板块来看：（1）**数据服务板块稳健增长**，上半年营收同比增长 13.5%，随着 AI 发展，算力中心建设有望加速液冷应用。公司液冷产品可用于冷板式和浸没式系统，截至 2022 年底，累计交付规模超过 500MW，前瞻布局。（2）**新能源业务批量交付，工业板块增长显著。**公司工业板块营收同比增长 51.3%，其中新能源业务实现营收 1.75 亿元，同比增长 23.7 倍。新能源业务批量交付，有望受益下游需求高景气。（3）**特种板块受交付节奏影响**，上半年公司特种板块营收同比下降 35.2%，主要原因是由于项目交付和确认收入进度较慢，预计下半年交付和确认收入进度加快。（4）**热储制造基地**已于 2023 年 6 月份正式投产，有望带动**公建及商用空调板块**增长。

风险提示：新能源发展不及预期；液冷技术应用不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到公司厂房拆除影响非经常性损益，部分业务板块受交付节奏影响，基于此，下调此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别由 3.4/4.8/6.6 亿元下调至 2.4/3.2/4.0 亿元，对应当前 PE 分别为 31/23/18 倍。长期来看，公司积淀了较强的特定场景解决方案能力，已布局的数据中心、新能源等领域具有较高成长性，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,798	2,221	3,250	4,100	5,034
(+/-%)	22.6%	23.5%	46.3%	26.2%	22.8%
净利润(百万元)	140	166	239	315	399
(+/-%)	12.6%	18.5%	43.6%	32.0%	26.7%
每股收益(元)	0.58	0.69	0.90	1.18	1.50
EBIT Margin	9.3%	8.4%	9.3%	9.2%	9.4%
净资产收益率 (ROE)	9.7%	10.5%	13.8%	16.4%	18.4%
市盈率 (PE)	47.0	39.7	30.6	23.2	18.3
EV/EBITDA	43.2	36.6	23.3	19.6	17.2
市净率 (PB)	4.58	4.16	4.22	3.80	3.37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

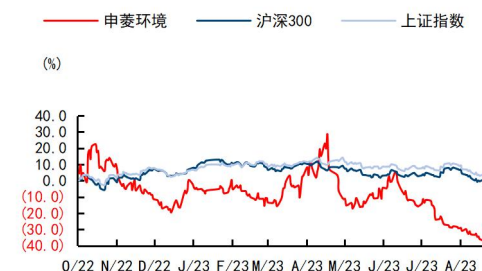
通信·通信设备

证券分析师：马成龙 **联系人：钱嘉隆**
 021-60933150 021-60375445
 machenglong@guosen.com.cn qianjialong@guosen.com.cn
 S0980518100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	27.89 元
总市值/流通市值	7417/2470 百万元
52 周最高价/最低价	56.12/25.63 元
近 3 个月日均成交额	164.55 百万元

市场走势

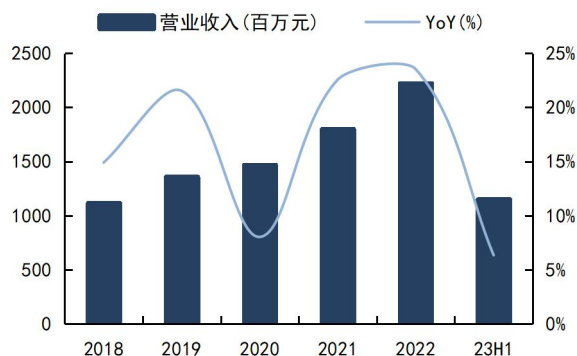


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《申菱环境-301018.SZ-温控设备综合解决方案商，多场景协同增长》——2023-03-13
 《申菱环境(301018.SZ)-三季度净利润增长超 70%，毛利率水平环比持续提升》——2022-10-28
 《申菱环境(301018.SZ)-上半年各版块业务表现亮眼，液冷产品实现翻倍以上增长》——2022-08-29
 《申菱环境(301018.SZ)-成立热储科技公司，发力欧洲及全球光储热市场》——2022-07-28
 《申菱环境(301018.SZ)-股权激励落地，彰显长期发展信心》——2022-05-06

图1：申菱环境营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：申菱环境单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



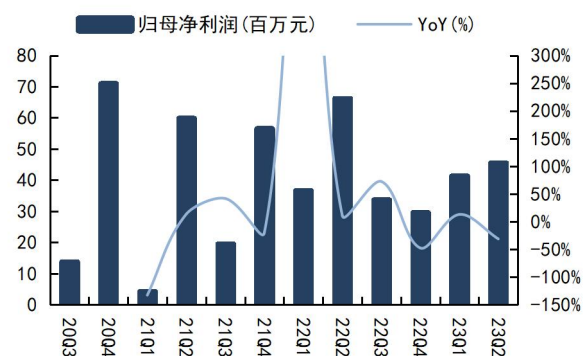
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：申菱环境归母净利润及增速（单位：百万元、%）



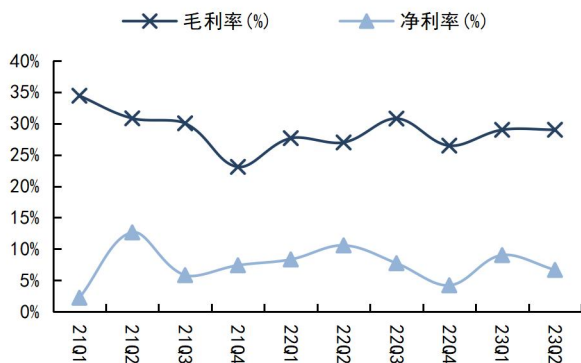
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：申菱环境单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



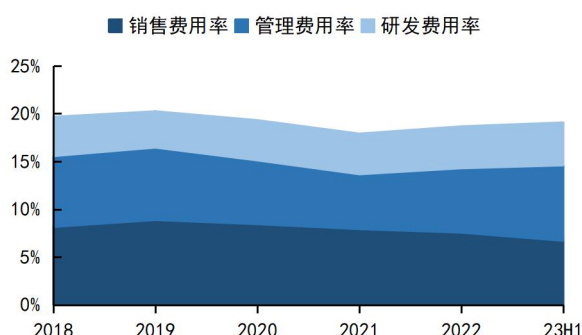
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图5：申菱环境单季度毛利率、净利率变化情况



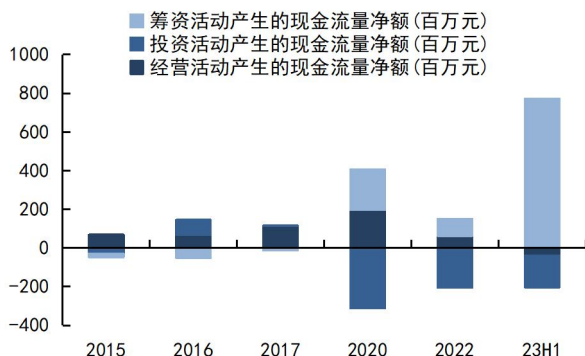
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：申菱环境三项费用率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：申菱环境现金流量情况（百万元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：申菱环境存货及季度变动情况（百万元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

数据服务板块：

数据中心业务板块主要受益于流量的增长带动数据中心建设需求提升，同时，公司推行的大型间接蒸发冷以及液冷产品能够有效降低数据中心 PUE 水平，渗透率有望进一步提升；同时 AI 发展提供机柜功率密度，液冷有望加速应用，公司液冷技术前瞻布局，可应用于冷板式和浸没式液冷。基于此，基本维持此前该板块增速预测，预计公司 2023-2025 年收入增速分别为 22%/15%/12%（原为 20%/23%/20%），

毛利率方面，此前预计随着原材料价格逐渐趋稳，公司毛利率有所回暖，符合此前判断趋势，维持原毛利率假设。

工业板块：

公司工业空调业务主要用于新能源、电力、化工、冶金等行业，其中储能、特高压、抽水蓄能、锂电除湿机组、海上风电等场景需求广阔，“十四五”期间具有极大的增长空间。同时，公司面对多场景推出一体化解决方案，为客户提供数字能源综合解决方案，持续提升公司产品价值量。基于此，此前预计 2023-2025 年，公司该板块收入增速分别为 62%/48%/45%。上半年，公司工业板块营收同比增长 51.3%，新能源业务逐步进入批量交付，实现营收 1.75 亿元，同比增长 23.7 倍。基于此，调整公司 2023-2025 年收入增速为 70%/35%/30%。

毛利率维持原假设，即 2023-2025 年毛利率分别为 31%/30%/30%。

特种板块：

公司特种空调业务主要应用于轨道、机场、核电、医药、油气回收等场景，公司目前重点布局核电空调、医院一体化解决方案、油气回收、地面飞机空调等场景。此前公司在手订单丰富，基于此，此前预计 2023-2025 年该板块营收增速分别为 42%/35%/34%。2023 年上半年，由于项目交付节奏问题，该板块收入出现负增长，基于此，下调该板块增速为 35%/23%/18%。

毛利率维持原假设，即 2023-2025 年毛利率分别为 32%/32%/32%。

公建及商用空调：

公司公建及商用产品主要应用于公共建筑、大型商用建筑、科研院校、文教传媒等公共设施应用场景。由于当前宏观经济环境影响，传统公建及商用产品增长相对趋缓，下调 2023 年收入增速预测，由 63% 下调至 35%。

申菱热储方面，由于公司热储制造基地于 2023 年 6 月份正式投产，进度较此前假设有所放缓，基于此下调 2023-2025 年公司光储热一体化产品收入预测，由 3.0/4.8/8.0 亿元下调至 1.0/1.8/2.9 亿元。毛利率方面，维持此前假设。

费用率假设如下：

- **管理费用：**由于股权激励费用以及厂房转固新增折旧影响，此前管理费用率假设相对低估，基于此，假设 2023 年管理费用率提升至 7.6%。中长期来看，考虑后续规模效应，假设后续管理费用率有所下降。
- **销售费用：**此前假设公司 2023 年销售费用率为 8.2%，随着公司规模效应显现，原假设相对高估费用增长速度，基于此假设 2023 年销售费用率下调至 6.7%。
- **研发费用：**此前假设 2023 年公司研发费用率 4.5%，基本维持此前假设。

表1：申菱环境业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
数据服务板块					
收入（亿元）	6.98	7.42	9.05	10.37	11.61
增速	49%	6%	22%	15%	12%
毛利率	18.4%	20%	23%	23%	23%
工业板块					
收入（亿元）	5.34	7.03	11.95	16.07	20.89
增速	32%	32%	70%	35%	30%
毛利率	32%	32%	31%	30%	30%
特种板块					
收入（亿元）	4.52	6.56	8.86	10.85	12.80
增速	40%	45%	35%	23%	18%
毛利率	31%	32%	32%	32%	32%
公建及商用空调					
收入（亿元）	1.09	1.14	2.55	3.61	4.92
增速	85%	5%	122%	42%	36%
毛利率	30%	28%	30%	31%	32%
其他					
收入（亿元）	0.05	0.06	0.10	0.11	0.12
增速	65%	16%	75%	8%	8%
毛利率	50%	45%	45%	45%	45%
总营收（亿元）	17.98	22.21	32.50	41.00	50.34
增速	22.4%	23.5%	46.3%	26.2%	22.8%
毛利率	26%	28%	29%	29%	29%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年营收分别为 33/41/50 亿元，同比+46%/26%/23%；实现归母净利润 2.4/3.2/4.0 亿元，同比+44%/32%/27%。

投资建议

考虑到公司厂房拆除影响非经常性损益，部分业务板块受交付节奏影响，基于此，下调此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别由 3.4/4.8/6.6 亿元下调至 2.4/3.2/4.0 亿元，对应当前 PE 分别为 31/23/18 倍。长期来看，公司积淀了较强的特定场景解决方案能力，已布局的数据中心、新能源等领域具有较高成长性，维持“买入”评级。

表2：同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (8月31日)	EPS (元)			PE			PB 2023E	总市值 (亿元)
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
301018.SZ	申菱环境	买入	27.47	0.69	0.90	1.18	39.7	30.6	23.2	4.2	73
002837.SZ	英维克	增持	27.40	0.64	0.69	0.93	51.7	40.1	29.6	6.5	155
300990.SZ	同飞股份	无评级	41.80	1.37	1.30	1.94	67.3	31.7	21.3	3.8	70
300499.SZ	高澜股份	无评级	13.50	0.93	0.37	0.60	10.7	35.9	22.4	2.6	42
平均							42.3	34.6	24.1	4.3	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测；英维克、同飞股份、高澜股份采用 Wind 一致预期数据

风险提示

新能源发展不及预期；液冷技术应用不及预期；行业竞争加剧。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	296	262	300	300	300	营业收入	1798	2221	3250	4100	5034
应收款项	826	1135	1564	1984	2477	营业成本	1300	1604	2308	2917	3596
存货净额	628	586	546	691	858	营业税金及附加	9	15	22	28	34
其他流动资产	246	250	163	205	252	销售费用	142	168	218	275	332
流动资产合计	1996	2233	2573	3180	3886	管理费用	103	149	253	318	384
固定资产	1027	1162	1424	1380	1333	研发费用	76	97	146	185	216
无形资产及其他	151	160	253	347	441	财务费用	11	15	28	28	30
投资性房地产	59	64	64	64	64	投资收益	(2)	(1)	5	(2)	(2)
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(4)	7	5	0	0
资产总计	3235	3619	4315	4971	5725	其他收入	(65)	(92)	(146)	(185)	(216)
短期借款及交易性金融负债	285	282	518	574	592	营业利润	162	184	285	348	440
应付款项	617	747	1087	1349	1676	营业外净收支	(5)	(3)	(25)	(5)	(5)
其他流动负债	413	334	536	678	838	利润总额	157	181	260	343	435
流动负债合计	1315	1363	2140	2601	3106	所得税费用	15	11	17	22	28
长期借款及应付债券	275	441	211	211	211	少数股东损益	2	3	4	6	7
其他长期负债	200	220	220	220	220	归属于母公司净利润	140	166	239	315	399
长期负债合计	476	661	431	431	431	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1791	2024	2571	3031	3537	净利润	140	166	239	315	399
少数股东权益	4	9	12	16	20	资产减值准备	(7)	10	129	2	(5)
股东权益	1440	1586	1732	1924	2168	折旧摊销	27	49	120	149	158
负债和股东权益总计	3235	3619	4315	4971	5725	公允价值变动损失	4	(7)	(5)	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	11	15	28	28	30
每股收益	0.58	0.69	0.90	1.18	1.50	营运资本变动	(225)	(195)	369	(201)	(224)
每股红利	0.26	0.27	0.35	0.46	0.59	其它	8	(8)	(126)	2	10
每股净资产	6.00	6.61	6.51	7.24	8.15	经营活动现金流	(53)	15	725	267	338
ROIC	13%	13%	18%	20%	23%	资本开支	0	(196)	(600)	(200)	(200)
ROE	10%	10%	14%	16%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	28%	28%	29%	29%	29%	投资活动现金流	(0)	(195)	(600)	(200)	(200)
EBIT Margin	9%	8%	9%	9%	9%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	11%	13%	13%	13%	负债净变化	(8)	165	(230)	0	0
收入增长	23%	24%	46%	26%	23%	支付股利、利息	(62)	(65)	(93)	(123)	(156)
净利润增长率	13%	18%	44%	32%	27%	其它融资现金流	152	(53)	235	56	18
资产负债率	55%	56%	60%	61%	62%	融资活动现金流	11	148	(88)	(67)	(138)
息率	0.9%	1.0%	1.4%	1.9%	2.4%	现金净变动	(42)	(33)	38	0	0
P/E	47.0	39.7	30.6	23.2	18.3	货币资金的期初余额	338	296	262	300	300
P/B	4.6	4.2	4.2	3.8	3.4	货币资金的期末余额	296	262	300	300	300
EV/EBITDA	43.2	36.6	23.3	19.6	17.2	企业自由现金流	0	(166)	172	102	175
						权益自由现金流	0	(55)	151	131	165

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032