



增持（维持）

所属行业：机械设备
当前价格(元)：43.74

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

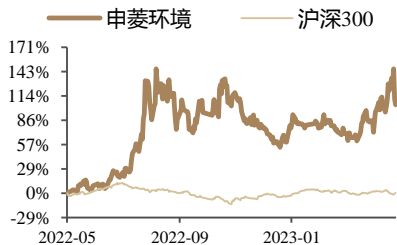
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

联系人

卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.18	15.68	12.30
相对涨幅(%)	11.72	17.84	15.93

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《申菱环境(301018.SZ):深耕专用空调领域，储能温控+热泵开启发展新纪元》，2023.3.23

申菱环境（301018.SZ）：客观因素致22Q4拖累全年业绩，多领域应用未来可期

投资要点

- 事件：**公司发布2022年年报及2023年一季报，2022年公司实现营业总收入22.21亿元，同比增长23.53%，实现归母净利润1.66亿元，同比增长18.49%，实现扣非归母净利润1.37亿元，同比增长7.15%，基本每股收益0.69元；2023Q1实现营业收入4.63亿元，同比增长6.4%，实现归母净利润0.41亿元，同比增长12.84%，实现扣非归母净利润0.38亿元，同比增长20.39%。
- 22Q4业绩低于预期拖累全年，与H公司的业务营收Q4同比有所下滑。**根据公司公告，22年前三季度，公司营业收入和归母净利润都实现了较快增长，分别同比增长52.38%、63.21%；但12月份由于各方面客观因素影响，生产制造、现场安装及项目验收等工作受到了较大的影响，拖累全年业绩。2022年公司总体营收实现22.21亿元，同比增长23.53%，分板块来看：1) 数据服务板块营收7.42亿元，同比增长6.34%，毛利率19.87%；2) 工业板块营收7.03亿元，同比增长31.57%，主要系在特高压电网、新能源等领域实现了较大幅度的增长，毛利率31.07%；3) 特种板块营收6.56亿元，同比增长45.07%，主要系在涉密业务、医院医疗和油气回收治理等领域实现了大幅的增长，毛利率为32.37%；4) 商用空调实现较大幅度增长，公建及商用空调营收同比增长5.09%。
- 积极布局数据中心，前期积累客户基础牢固为数据服务提供先发优势。**目前公司产品已广泛服务于中国移动、电信、联通、华为、腾讯、阿里巴巴、百度等众多知名客户的数据中心。此外，公司高度重视研发创新和节能降耗技术，蒸发冷却产品、DCP相变冷却系统、液冷温控系统等高效产品的市场接受度不断提升，实现了互联网数据中心大型液冷项目规模化的交付。随着国家推进新一轮的全国一体化大数据中心体系布局，针对存量数据中心的节能降碳改造的要求将不断提升，预计节能改造市场规模快速增长。我们认为基于公司良好的技术创新能力、产品品质、交付能力和综合保障能力，将为公司后续业绩的增长打下良好基础。
- 定增募投落地，进一步加快储能&数据中心温控布局。**2023年4月14日，公司发布公告，以32.56元/股的价格，共募集资金8亿元，用于新基建领域智能温控设备智能制造项目和专业特种环境系统研发制造基地项目（二期）。公司表示，将通过本次募投项目加快开发数据中心液冷机组、储能温控领域适用性产品和其他新兴下游适用性产品，提升公司下游应用方案的解决能力和提升对市场需求的快速服务响应能力，进一步增强公司综合竞争力，提升品牌形象及市场占有率。
- 投资建议与估值：**公司是专业空调领域的领导者，并积极拓展数据中心+储能温控，订单量有望实现快速提升，定增扩产，具备较高成长性与业绩弹性。我们根据公司实际情况调整2023-2024年盈利预测，新增2025年盈利预测，我们预计2023-2025年营业收入分别为34.80亿元、48.98亿元、62.86亿元，增速分别为56.7%、40.8%、28.3%；归母净利润分别为2.85亿元、4.31亿元、5.43亿

元，增速分别为 71.5%、51.1%、26%，维持“增持”评级。

- **风险提示：** 储能发展不及预期；扩产进度不及预期；原材料价格波动风险；市场竞争风险；技术创新风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	264.58		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	85.39	营业收入(百万元)	1,798	2,221	3,480	4,898	6,286
52 周内股价区间(元):	21.41-52.74	(+/-)YOY(%)	22.6%	23.5%	56.7%	40.8%	28.3%
总市值(百万元):	11,572.73	净利润(百万元)	140	166	285	431	543
总资产(百万元):	4,548.11	(+/-)YOY(%)	12.6%	18.5%	71.5%	51.1%	26.0%
每股净资产(元):	9.19	全面摊薄 EPS(元)	0.53	0.63	1.08	1.63	2.05
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	27.7%	27.8%	27.5%	27.7%	27.8%
		净资产收益率(%)	9.7%	10.5%	10.7%	13.9%	14.9%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.69	1.08	1.63	2.05
每股净资产	6.61	10.05	11.68	13.73
每股经营现金流	0.26	0.95	0.42	1.97
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	49.64	40.59	26.87	21.33
P/B	5.18	4.35	3.74	3.19
P/S	4.73	3.02	2.14	1.67
EV/EBITDA	33.05	24.31	18.33	14.96
股息率%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	27.8%	27.5%	27.7%	27.8%
净利润率	7.6%	8.2%	8.9%	8.7%
净资产收益率	10.5%	10.7%	13.9%	14.9%
资产回报率	4.6%	4.8%	6.2%	6.4%
投资回报率	8.4%	8.8%	11.2%	12.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	23.5%	56.7%	40.8%	28.3%
EBIT 增长率	23.1%	64.8%	47.2%	26.4%
净利润增长率	18.5%	71.5%	51.1%	26.0%
偿债能力指标				
资产负债率	55.9%	54.9%	55.0%	56.9%
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.5
速动比率	1.0	0.9	0.9	0.8
现金比率	0.2	0.3	0.1	0.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	149.9	130.0	129.0	128.0
存货周转天数	136.2	138.3	140.8	138.4
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
固定资产周转率	2.5	2.3	2.4	2.5

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	166	285	431	543
少数股东损益	3	1	5	6
非现金支出	75	141	170	202
非经营收益	14	33	41	48
营运资金变动	-195	-208	-536	-278
经营活动现金流	62	251	111	521
资产	-206	-710	-677	-686
投资	-0	-0	-0	0
其他	0	-2	-3	-3
投资活动现金流	-206	-712	-679	-690
债权募资	178	160	160	160
股权募资	0	789	0	0
其他	-90	-30	-36	-42
融资活动现金流	88	918	124	118
现金净流量	-55	457	-445	-51

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,221	3,480	4,898	6,286
营业成本	1,604	2,522	3,540	4,540
毛利率%	27.8%	27.5%	27.7%	27.8%
营业税金及附加	15	21	29	40
营业税金率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	168	277	382	488
营业费用率%	7.5%	8.0%	7.8%	7.8%
管理费用	149	222	307	406
管理费用率%	6.7%	6.4%	6.3%	6.5%
研发费用	97	149	211	272
研发费用率%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%
EBIT	209	345	508	642
财务费用	15	27	28	40
财务费用率%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	-1	-1	-2	-2
营业利润	184	317	477	598
营业外收支	-3	-1	-1	-1
利润总额	181	316	476	597
EBITDA	263	486	677	844
所得税	11	30	40	48
有效所得税率%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
少数股东损益	3	1	5	6
归属母公司所有者净利润	166	285	431	543

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	262	656	211	160
应收账款及应收票据	1,111	1,466	2,144	2,467
存货	586	1,352	1,416	2,076
其它流动资产	273	491	665	838
流动资产合计	2,233	3,965	4,436	5,540
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	881	1,531	2,077	2,557
在建工程	281	140	70	35
无形资产	160	213	233	260
非流动资产合计	1,386	1,955	2,461	2,943
资产总计	3,619	5,921	6,897	8,483
短期借款	276	276	276	276
应付票据及应付账款	747	1,454	1,612	2,306
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	340	700	922	1,106
流动负债合计	1,363	2,430	2,810	3,688
长期借款	441	601	761	921
其它长期负债	220	220	220	220
非流动负债合计	661	821	981	1,141
负债总计	2,024	3,251	3,791	4,828
实收资本	240	240	240	240
普通股股东权益	1,586	2,660	3,091	3,633
少数股东权益	9	10	15	21
负债和所有者权益合计	3,619	5,921	6,897	8,483

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。