

## 业绩高速增长，算力液冷和储能业务双管驱动

证券研究报告

2023年04月28日

## 英维克 (002837.SZ) 2022 年报与 2023 年一季报点评

## • 核心结论

公司发布 2023 年一季报和 2022 年度报告：2022 年实现营业收入为 29.2 亿元，同比增长 31.19%，2022 年实现归母净利润 2.8 亿元，同比增长 36.7%。2023 年第一季度公司实现营业收入 5.27 亿元，同比上升 31.81%；实现归母净利润 2509.79 万元，同比上升 97.84%

公司项目交付加速，单季度业绩高增。公司 22 年第四季度实现营收 14.38 亿元，同比提升 98.49%，实现归母净利润 1.63 亿元，同比提升 204.73%。2022 年上半年因疫情延误交付进度，随着国内疫情情况改善，公司订单加速确认，公司收入具有一定季节性，第四季度是确认收入最高峰，得益于公司机房温控领域大项目于第四季度完成验收，储能温控业务快速上量，公司第四季度营收与归母净利润均实现单季度历史新高。公司 23 年第一季度项目交付继续保持良好态势，第一季度实现归母净利润 2509.79 万元，同比上升 97.84%。

液冷导入进展顺利，AI 算力有望拉动公司机房业务需求。公司液冷技术导入顺利，来自数据中心机房及算力设备的液冷技术相关营业收入在报告期内约为上一年度的 5 倍左右。伴随 AI 等新应用场景出现，算力设备、数据中心机柜的热密度将显著提高，液冷技术在数据中心散热和算力设备散热的全链条导入将加快，公司作为行业龙头有望优先受益。

公司储能业务加速上量，发布储能液冷工质 2.0。公司来自储能应用的营业收入约 8.5 亿元，约为上年度的 2.5 倍，对公司业务的贡献在显著提升。2022 年 11 月 3 日，公司发布 BattCool 储能全链条液冷解决方案 2.0 从整体方案、全链条、全方位、全场景、多维度升级了系统性能和运维效率。公司借助在储能行业的品牌优势和客户基础，持续地积极拓展国内外客户并取得显著成效。目前公司已经突破海外头部集成商客户，公司作为储能温控行业龙头，该业务有望继续高增。

投资建议：我们预测公司 2023-2025 年营收分别为 38.53/49.32/66.62 亿元，归母净利润为 4.15/5.43/7.31 亿元，对应 PE 为 42/32/24X，维持公司“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧、原材料波动、新业务拓展不利、下游行业需求不及预期

## • 核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,228	2,923	3,853	4,932	6,662
增长率	30.8%	31.2%	31.8%	28.0%	35.1%
归母净利润 (百万元)	205	280	415	543	731
增长率	12.9%	36.7%	48.2%	30.8%	34.7%
每股收益 (EPS)	0.47	0.64	0.96	1.25	1.68
市盈率 (P/E)	84.2	61.6	41.6	31.8	23.6
市净率 (P/B)	7.2	8.2	7.0	5.8	4.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级	增持
股票代码	002837.SZ
前次评级	增持
评级变动	维持
当前价格	39.75

## 近一年股价走势



## 分析师

陈彤 S0800522100004  
chentong@xbmail.com.cn

## 相关研究

英维克：业绩环比提升显著，储能业务加速上量—英维克 (002837.SZ) 点评 2022-10-26  
英维克：营收持续提升，机房业务订单饱满—英维克 2021 年报及 2022 年一季报点评 2022-04-28  
英维克：营收继续快速增长，看好公司未来布局—英维克 (002837.SZ) 2021 年第三季度报告点评 2021-10-29

## 索引

## 内容目录

一、公司项目交付加速，单季度业务高增.....	3
二、液冷导入进展顺利，AI算力有望拉动机房业务需求.....	5
三、公司储能业务加速上量，发布储能液冷工质 2.0.....	5

## 图表目录

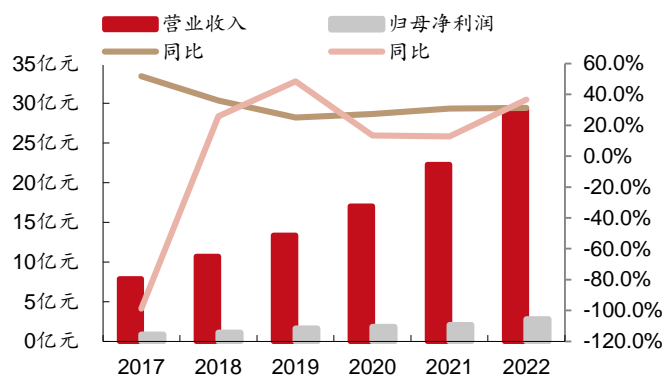
图 1：公司 2017-2022 年营收及归母净利润情况（亿元；%）.....	3
图 2：公司 21Q1-23Q1 单季度营收及归母净利润（亿元；%）.....	3
图 3：英维克 2015-2022 分业务收入占比（%）.....	4
图 4：公司 2017-2023Q1 年毛利率和净利率情况（%）.....	4
图 5：英维克 2017-2023Q1 费用率情况.....	4
图 6：英维克 XGlacier 液冷系统原理图.....	6
表 1：公司主要产品介绍.....	4

## 一、公司项目交付加速，单季度业务高增

公司发布 2023 年一季报和 2022 年度报告：2022 年实现营业收入为 29.2 亿元，同比增长 31.19%，2022 年实现归母净利润 2.8 亿元，同比增长 36.7%。2023 年第一季度公司实现营业收入 5.27 亿元，同比上升 31.81%；实现归母净利润 2509.79 万元，同比上升 97.84%。

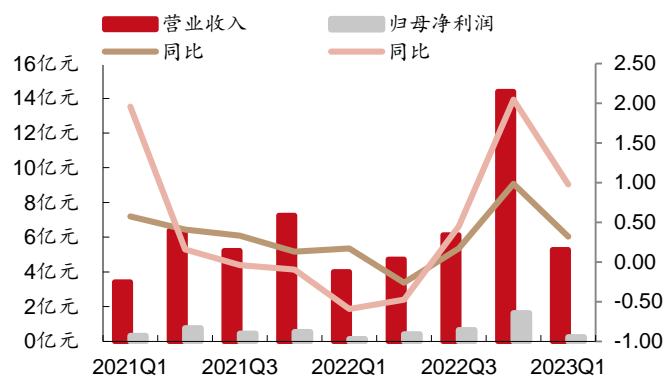
**公司项目交付加速，单季度业绩高增。**公司 22 年第四季度实现营收 14.38 亿元，同比提升 98.49%，实现归母净利润 1.63 亿元，同比提升 204.73%。2022 年上半年因疫情延误交付进度，随着国内疫情情况改善，公司订单加速确认，公司收入具有一定季节性，第四季度是确认收入最高峰，得益于公司机房温控领域大项目于第四季度完成验收，储能温控业务快速上量，公司第四季度营收与归母净利润均实现单季度历史新高。公司 23 年第一季度项目交付继续保持良好态势，第一季度实现归母净利润 2509.79 万元，同比上升 97.84%。

图 1：公司 2017-2022 年营收及归母净利润情况（亿元；%）



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 2：公司 21Q1-23Q1 单季度营收及归母净利润（亿元；%）

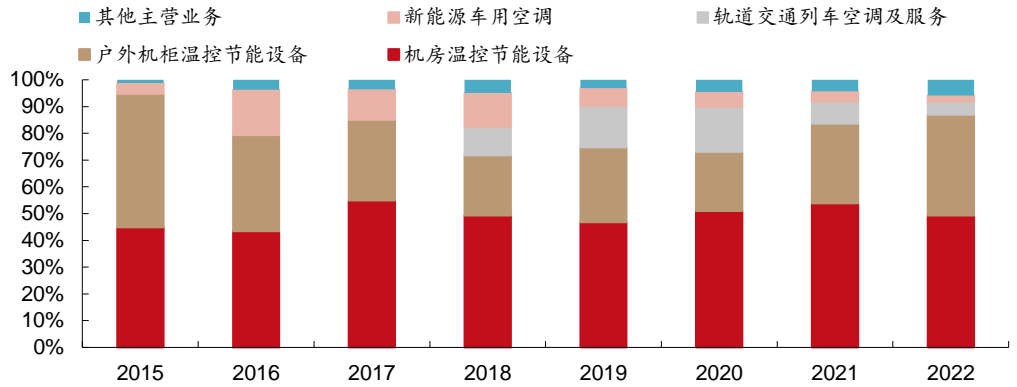


资料来源：wind，西部证券研发中心

分地区来看，2022 年公司海外收入增速优于国内增长。海外收入为 4.69 亿元，同比增长 67.92%（国内同比增速为 25.92%），收入占比从 2021 年的 12.54% 提升至 16.06%。

分业务来看，公司两大主力产品均保持高速增长，储能业务是机柜业务增长主要驱动。分业务来看，2022 年公司的户外机柜产品受益于储能业务快速开拓，同比增长 66.15%，其中，公司来自储能应用的营业收入约 8.5 亿元，约为上年度的 2.5 倍，对公司业务的贡献在显著提升。公司传统优势业务机房温控产品表现良好，同比增长 20.29%。新能源车用空调主要针对中、大型电动客户的电空调产品，市场需求未明显改善，收入同比下滑 20.25%。轨道交通列车空调及服务收入同比下滑 23.24%，主要由于需求规划放缓，目前来看有回暖趋势。

图 3：英维克 2015-2022 分业务收入占比 (%)

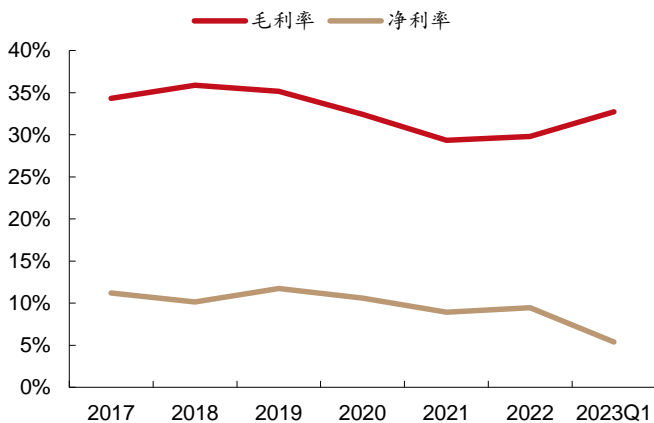


资料来源：wind, 西部证券研发中心

公司整体毛利率稳步提升，伴随公司平台化效应盈利能力有望进一步改善。公司 2022 年毛利率 29.81%，同比提升 0.46pct，其中机房温控产品毛利率 25.50%，同比提升 2.13pct，主要得益于大宗商品价格回落及降本增效措施；机柜温控产品毛利率 32.30%，同比下降 0.92pct，主要因部分市场竞争加剧导致。公司第一季度毛利率 32.73%，同比提升 5.35pct，主要因高毛利的机柜温控业务收入占比提升。净利率方面，公司 2022 年净利率 9.48%，同比提升 0.56pct，主要原因系公司全链条布局带来的规模效应逐步显现。2023 年一季度公司归母净利润率 4.76%，同比提升 1.59pct。

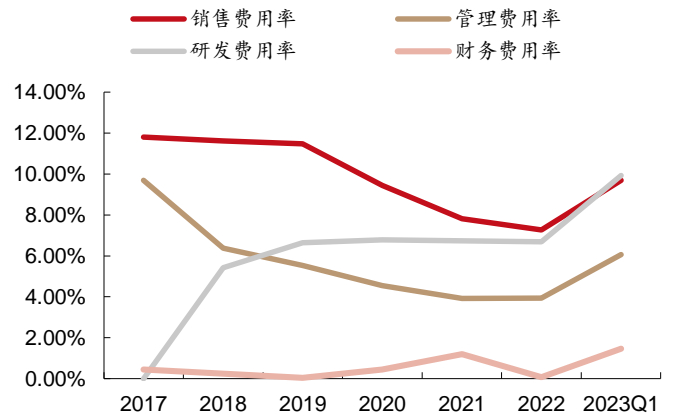
费用率层面，2022 年公司费用率有所下降，销售+管理+研发费用率共计下降 0.59pct。2023Q1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比变动-0.27/0.97/0.89pct，管理费用率和研发费用率提升主要因为 2023Q1 公司计提股份支付费用和人员增加与薪酬增长所致。我们认为伴随公司规模化效应、供应链管理改善与产品进一步升级，盈利能力有望进一步提升。

图 4：公司 2017-2023Q1 年毛利率和净利率情况 (%)



资料来源：WIND、西部证券研发中心

图 5：英维克 2017-2023Q1 费用率情况



资料来源：WIND、西部证券研发中心

表 1：公司主要产品介绍

产品类型	关联产品
机房温控产品族	CyberMate 系列高效机房专用空调、CyberMate V 系列变频机房专用空调、XRow 系列高效列间空调、XRack 系列微模块解决方案、iFreecooling 自然冷却双循环机组、英维克 XSpace 智能微模块 3.0、XStorm 系列风墙解决方案、XFlex 模块化蒸发冷却系统、JS 系列机房高效加湿系统、XSource 高效蒸发冷集成冷站方案、机房温控产品族、XMint 高效蒸发冷复合多联空调方案、Cabicool 机架式空调、XGlacier 系列服务器液冷解决方案
储能产品族	MC 系列电力户外柜空调、MC 系列储能空调、EMW 系列储能冷水机
液冷产品族	液冷板、Manifold 集水分歧管、快速接头、机柜式 CDU、插框式 CDU、液冷管路、干冷器
空气环境机产品	EBC 房间空气环境机、EBC 吸顶式空气环境机(无温控)、EBC 吸顶式空气环境机、EBC 分布式空气环境机、EBC 空气消

产品类型	关联产品
机柜温控产品族	毒除臭机、EBC 电梯空气消毒机、EBC 移动式空气消毒净化机、EBC 家用移动式空气消毒净化机、EBC 壁挂式消毒净化机、EBC 吸顶式空气消毒净化机
高精密温控产品族	DC 系列直流空调、EC 系列交流空调、HC 系列空热一体机、EX 系列热交换、EIA 系列工业空调、EMA 系列工业空调、CSM 系列充电桩空热一体机、EIX 系列空气水热交换器
冷链温控产品族	CyberMate 系列高精密实验室空调、CyberMate 系列高精密博物馆空调、CyberMate 系列档案室空调、CyberMate 系列酒窖空调
	ET 系列纯电动冷冻冷藏机组、ETM 系列一体式纯电动冷冻冷藏机组

资料来源：公司年报，公司官网，西部证券研发中心

## 二、液冷导入进展顺利，AI算力有望拉动机房业务需求

AI 大模型加大对高功率服务器的需求，高功率导致高能耗，液冷有望成为主流方案。随着单机柜功率的上涨以及排列密度的提高，传统风冷已经无法满足散热需求。在 ICT 硬件层面，为了在有限的场地内提高运算能力，CPU 厂商普遍采用单机架叠加多核处理器的方式提高计算能力，显著增加了发热功耗。根据中科曙光的数据，传统风冷普遍只能解决 3-5kW/机柜的散热需求，但是新建单机柜功率已普遍超过 15kW。在热交换空间层面，传统风冷需要单机柜与单机柜之间存在足够的空间供冷热空气进行热交换，传统风冷逐步失去在高机柜部署密度场景下的实际应用价值，相比之下，排列紧凑的液冷成为了主流方案。在数据中心选址层面，传统风冷技术更适用于气候干燥、全年温度较低的地区，进一步限制了数据中心的选址灵活性。然而，液冷相对封闭的散热结构在数据中心选址层面具备较大优势。因此，液冷技术在数据中心散热和算力设备散热的全链条导入将加快，公司作为行业龙头将优先受益。

液冷导入进展顺利，公司作为国内液冷龙头将持续受益于算力升级。2022 年主流的服务器制造商已经陆续开始建设标准化规模生产冷板式液冷服务器的产线。冷板式液冷技术在算力行业的产业链成熟度和生态匹配方面均已取得突破性进展。公司液冷技术导入顺利，来自数据中心机房及算力设备的液冷技术相关营业收入在 2022 年约为上一年度的 5 倍左右。

## 三、公司储能业务加速上量，发布储能液冷工质 2.0

公司储能业务加速上量，客户开拓进展显著。2022 年公司来自储能应用的营业收入约 8.5 亿元，约为上年度的 2.5 倍，对公司业务的贡献在显著提升。2022 年 11 月 3 日，公司发布 BattCool 储能全链条液冷解决方案 2.0 在电芯温度控制、系统可靠性、温控能效、运维效率方面比第一代解决方案作出了很多创新，从整体方案、全链条、全方位、全场景、多维度升级了系统性能和运维效率。公司借助在储能行业的品牌优势和客户基础，持续地积极拓展国内外客户并取得显著成效。目前公司已经突破海外头部集成商客户，公司作为储能温控行业龙头，该业务有望继续高增。

英维克发布储能专用 SoluKing 液冷工质 2.0，解决漏液痛点。针对液冷储能系统的高耐腐要求，应用 5 倍耐腐技术，提供 9 重保护手段，包括全链条材料分析、全链条金属兼容、全链条非金属兼容、防气泡、防菌、防垢、无损防腐、防快速消耗、无损换热等，耐腐性能达到传统车用防冻液的 5 到 10 倍以上，确保液冷工质高度匹配储能液冷市场。英维克的 SoluKing2.0 从漏液前和漏液后两个层面解决行业痛点。在漏液发生前，SoluKing 提供 9 种保护手段最大化降低漏液风险，在漏液发生后，SoluKing 液冷工质对金属和非金属兼容且具备了 5 倍以上耐腐度，最大化降低漏液后对元器件的腐蚀危害，两套保障体系的组合将缓解业界对液冷方案漏液的顾虑。





## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	574	666	763	918	1,174	营业收入	2,228	2,923	3,853	4,932	6,662
应收款项	1,341	1,709	2,069	2,655	3,509	营业成本	1,574	2,052	2,655	3,392	4,562
存货净额	400	439	775	859	1,154	营业税金及附加	13	16	21	28	37
其他流动资产	396	472	439	453	432	销售费用	174	212	274	340	473
<b>流动资产合计</b>	<b>2,712</b>	<b>3,286</b>	<b>4,046</b>	<b>4,885</b>	<b>6,270</b>	管理费用	238	311	409	515	702
固定资产及在建工程	269	292	280	269	257	财务费用	27	2	19	15	9
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	(15)	11	16	43	63
无形资产	85	82	92	102	117	<b>营业利润</b>	<b>218</b>	<b>318</b>	<b>459</b>	<b>599</b>	<b>816</b>
其他非流动资产	391	383	364	375	378	营业外净收支	1	2	1	1	1
<b>非流动资产合计</b>	<b>745</b>	<b>756</b>	<b>736</b>	<b>747</b>	<b>752</b>	<b>利润总额</b>	<b>219</b>	<b>320</b>	<b>460</b>	<b>600</b>	<b>817</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,456</b>	<b>4,042</b>	<b>4,781</b>	<b>5,632</b>	<b>7,022</b>	所得税费用	21	43	52	68	98
短期借款	580	505	521	535	521	<b>净利润</b>	<b>199</b>	<b>277</b>	<b>408</b>	<b>532</b>	<b>720</b>
应付款项	881	1,225	1,618	1,952	2,669	少数股东损益	(6)	(3)	(7)	(11)	(12)
其他流动负债	50	62	54	55	57	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>205</b>	<b>280</b>	<b>415</b>	<b>543</b>	<b>731</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,512</b>	<b>1,792</b>	<b>2,193</b>	<b>2,542</b>	<b>3,246</b>						
长期借款及应付债券	0	49	49	49	49	<b>财务指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他长期负债	94	93	74	87	85	<b>盈利能力</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>94</b>	<b>142</b>	<b>123</b>	<b>136</b>	<b>134</b>	ROE	12.6%	14.1%	18.1%	19.9%	22.0%
<b>负债合计</b>	<b>1,605</b>	<b>1,934</b>	<b>2,317</b>	<b>2,678</b>	<b>3,380</b>	毛利率	29.4%	29.8%	31.1%	31.2%	31.5%
股本	334	435	435	435	435	营业利润率	9.8%	10.9%	11.9%	12.1%	12.2%
股东权益	1,851	2,108	2,465	2,954	3,641	销售净利率	8.9%	9.5%	10.6%	10.8%	10.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,456</b>	<b>4,042</b>	<b>4,781</b>	<b>5,632</b>	<b>7,022</b>	<b>成长能力</b>					
						营业收入增长率	30.8%	31.2%	31.8%	28.0%	35.1%
						营业利润增长率	8.0%	46.1%	44.2%	30.5%	36.2%
						归母净利润增长率	12.9%	36.7%	48.2%	30.8%	34.7%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	46.4%	47.8%	48.5%	47.6%	48.1%
						流动比	1.79	1.83	1.84	1.92	1.93
						速动比	1.53	1.59	1.49	1.58	1.58
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.47	0.64	0.96	1.25	1.68
						BVPS	4.27	4.87	5.71	6.86	8.47
						<b>估值</b>					
						P/E	84.2	61.6	41.6	31.8	23.6
						P/B	7.2	8.2	7.0	5.8	4.7
						P/S	7.8	5.9	4.5	3.5	2.6

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

## 西部证券—投资评级说明

行业评级	<b>超配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	<b>中配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	<b>低配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	<b>买入:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	<b>增持:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	<b>中性:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	<b>卖出:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 联系地址

**联系地址：** 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层  
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

**联系电话：** 021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面授权，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。