

2022年10月30日

申菱环境 (301018.SZ)

## 工业空调和特种空调拉动，营收盈利高增长

■事件：申菱环境公布2022年三季报。公司2022Q1~Q3实现收入15.6亿元，YoY+52.4%；实现业绩1.4亿元，YoY+63.2%。经折算，Q3单季度实现收入4.8亿元，YoY+38.2%；实现业绩0.3亿元，YoY+72.4%。8月申菱成立了热储子公司，发力海外空气能热泵市场，未来空气能热泵业务值得关注。

■工业空调和特种空调拉动收入快速增长：公司重点布局电化学储能及其他新型储能、锂电池制造等应用场景。基于在液冷温控、转轮高效耦合等领域技术，公司通过面向客户的定制研发和联合研发，快速推进新能源领域项目。Q3公司工业空调业务收入快速增长。另一方面，公司全面推进以专业特种空调为基础，专业工程规划实施为依托的垂直一体化数字能环业务。Q3公司特种空调业务的涉密板块和医院医疗板块高速增长。

■Q3单季度毛利率同比提高：Q3公司毛利率为30.8%，同比+0.8pct。Q3公司毛利率提高，主要原因为1)毛利率较高的工业空调和特种空调收入占比提升，拉动整体毛利率提升；2)原材料价格上涨压力减弱。公司采购原材料一般需要提前半年左右，原材料价格对成本的影响有滞后性。Wind数据显示，2022Q1期间沪铜指数YoY+13.9%，涨幅环比2021Q4收窄16pct。

■Q3盈利能力同比提高：Q3公司净利率为7.1%，同比+1.4pct。Q3公司净利率升幅大于毛利率升幅，主要因为1)公司加强费用管控，Q3销售、研发费用率合计同比-5.2pct；2)Q3营业外支出同比减少400万元。

■Q3单季度经营性净现金流同比增加：公司Q3单季度经营性现金流净额同比+0.5亿元，主要是因为1)销售收入快速增长，Q3销售商品、提供劳务收到的现金同比+0.6亿元。2)原材料价格回落，公司减少原材料备货。Q3公司存货同比-0.7亿元。

■投资建议：申菱环境是国内专用性空调领域的专家，产品和服务广泛应用于信息、新能源、交通、环境治理等领域，下游市场空间广大。公司凭借研发技术优势、多行业应用经验、项目定制能力和销售网络，有望不断开拓新客户和扩展新业务线，成长空间广阔。我们预计公司2022年~2024年的EPS分别为0.94/1.33/1.84元，维持买入-A的投资评级。

■风险提示：原材料价格大幅上涨、专用空调市场竞争加剧。

公司快报

证券研究报告

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价： 55.66元  
 股价(2022-10-28) 44.56元

### 交易数据

总市值(百万元)	10,694.85
流通市值(百万元)	3,804.98
总股本(百万股)	240.01
流通股本(百万股)	85.39
12个月价格区间	18.53/52.74元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.02	5.17	82.32
绝对收益	-0.51	-10.38	54.7

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005  
 zhanglc@essence.com.cn

陈伟浩

报告联系人

chenwh3@essence.com.cn

### 相关报告

申菱环境：数据服务空调和工业空调拉动收入高速增长/张立聪 2022-08-30

100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	14.7	18.0	26.1	34.6	45.4
净利润	1.2	1.4	2.3	3.2	4.4
每股收益(元)	0.52	0.58	0.94	1.33	1.84
每股净资产(元)	4.95	6.00	11.68	12.41	13.42
<b>盈利和估值</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
市盈率(倍)	85.8	76.2	47.3	33.6	24.2
市净率(倍)	9.0	7.4	3.8	3.6	3.3
净利润率	8.5%	7.8%	8.7%	9.2%	9.7%
净资产收益率	14.0%	9.7%	8.1%	10.7%	13.7%
股息收益率	0.0%	1.8%	1.0%	1.3%	1.9%
ROIC	15.0%	13.6%	15.0%	15.3%	19.8%

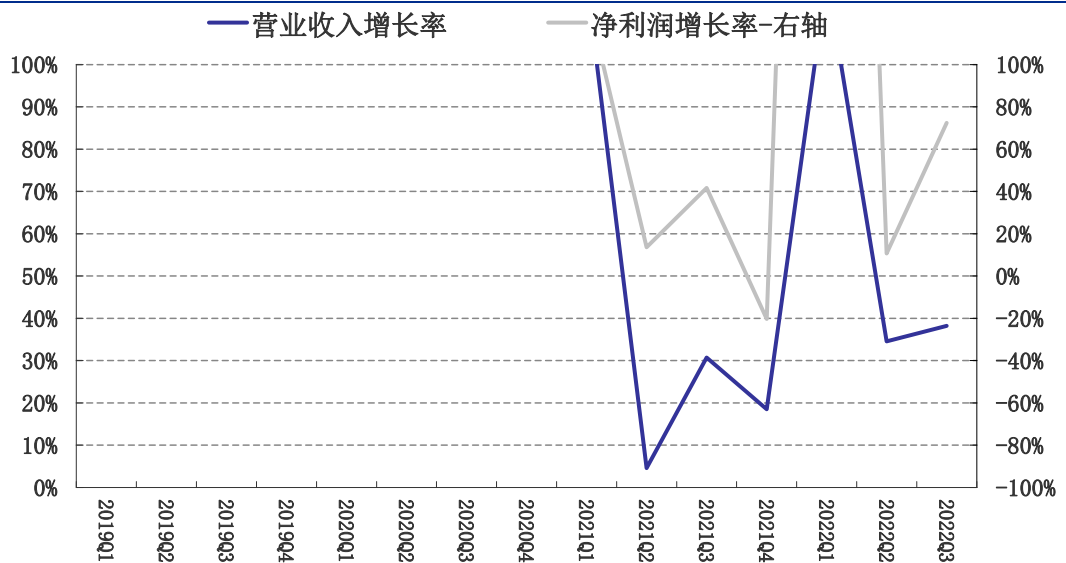
数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

表 1: 财务指标分析

	%	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
营业收入 YoY		0	120	5	31	19	121	35	38
归母净利 YoY		0	133	14	42	-20	759	11	72
扣非归母净利 YoY		-	-103	15	-	-	6,056	8	71
销售毛利率		30	34	31	30	23	28	27	31
销售费用率		6	16	8	12	4	8	6	9
毛利率-销售费用率		24	19	23	18	19	20	21	22
销售净利率		11	2	13	6	7	8	11	8
ROE		8	0	5	1	4	3	4	2
扣非后 ROE		0	0	5	1	4	2	4	2
ROA		3	0	2	1	2	1	2	1
销售商品提供劳务收到的现金/收入		86	212	82	133	85	120	68	109
经营活动现金净流量/收入		31	6	3	-16	9	11	-4	-2
经营活动现金净流量/经营净收益		270	1,768	21	-297	111	138	-35	-22
经营现金流净额占比		163	-18	3	10	45	-60	52	-31
投资现金流净额占比		-81	140	-31	19	-41	127	115	-155
筹资现金流净额占比		18	-21	127	70	95	33	-67	286

资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 1: 收入与净利润增长率



资料来源: Wind、安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E	100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	14.7	18.0	26.1	34.6	45.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	10.2	13.0	18.8	24.7	32.2	营业收入增长率	8.0%	22.6%	45.1%	32.4%	31.5%
营业税费	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	营业利润增长率	17.9%	15.5%	63.6%	40.9%	38.4%
销售费用	1.2	1.4	1.9	2.5	3.4	净利润增长率	22.8%	12.6%	61.1%	40.7%	38.8%
管理费用	1.0	1.0	1.5	1.9	2.5	EBITDA 增长率	26.1%	40.9%	137.4%	48.9%	29.7%
研发费用	0.6	0.8	1.1	1.5	2.0	EBIT 增长率	36.5%	7.2%	63.6%	35.5%	37.1%
财务费用	0.1	0.1	-0.0	-0.1	-0.1	NOPLAT 增长率	15.9%	17.1%	45.1%	38.1%	39.1%
资产减值损失						投资资本增长率	29.3%	31.3%	35.2%	7.6%	-0.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	10.2%	61.9%	94.7%	6.4%	8.4%
投资和汇兑收益	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	1.4	1.6	2.7	3.7	5.2	毛利率	30.5%	27.7%	28.1%	28.6%	29.2%
加:营业外净收支	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	营业利润率	9.6%	9.0%	10.2%	10.8%	11.4%
<b>利润总额</b>	1.4	1.6	2.6	3.7	5.2	净利润率	8.5%	7.8%	8.7%	9.2%	9.7%
减:所得税	0.2	0.1	0.3	0.5	0.7	EBITDA/营业收入	11.8%	13.5%	22.1%	24.9%	24.5%
<b>净利润</b>	1.2	1.4	2.3	3.2	4.4	EBIT/营业收入	10.9%	9.6%	10.8%	11.0%	11.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	64	40	40	51	32
货币资金	3.4	3.0	8.7	8.6	11.4	流动营业资本周转天数	124	113	114	119	120
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	374	366	391	400	389
应收帐款	6.8	8.1	18.0	16.8	29.2	应收帐款周转天数	179	150	180	181	182
应收票据	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	存货周转天数	91	107	93	93	93
预付帐款	0.3	0.8	0.6	1.2	1.2	总资产周转天数	553	580	578	553	493
存货	4.4	6.3	7.3	10.7	12.9	投资资本周转天数	252	268	246	222	174
其他流动资产	1.5	1.7	2.0	2.5	3.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.0%	9.7%	8.1%	10.7%	13.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.8%	4.4%	4.5%	5.9%	6.4%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	15.0%	13.6%	15.0%	15.3%	19.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	2.7	1.4	4.5	5.2	2.8	销售费用率	8.4%	7.9%	7.2%	7.3%	7.4%
在建工程	4.5	7.6	6.7	5.4	4.5	管理费用率	6.7%	5.7%	5.6%	5.6%	5.5%
无形资产	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	研发费用率	4.2%	4.3%	4.2%	4.3%	4.3%
其他非流动资产	0.3	1.9	2.0	2.5	3.0	财务费用率	0.9%	0.6%	-0.1%	-0.3%	-0.3%
<b>资产总额</b>	25.5	32.3	51.4	54.6	69.7	四费/营业收入	20.3%	18.5%	16.9%	16.9%	16.9%
短期债务	3.5	2.8	-	1.2	3.0	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	4.3	5.4	8.0	9.8	13.7	资产负债率	65.1%	55.4%	45.3%	45.3%	53.5%
应付票据	1.1	1.0	3.3	2.4	5.2	负债权益比	186.5%	124.0%	83.0%	82.7%	115.0%
其他流动负债	3.2	4.0	7.3	6.6	11.0	流动比率	1.38	1.52	1.98	1.99	1.76
长期借款	2.8	2.8	2.8	1.6	0.3	速动比率	1.01	1.04	1.59	1.46	1.37
其他非流动负债	1.8	2.0	2.0	3.0	4.0	利息保障倍数	11.6	15.4	-96.6	-33.1	-38.5
<b>负债总额</b>	16.6	17.9	23.3	24.7	37.3	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	DPS(元)	-	0.78	0.42	0.60	0.83
股本	1.8	2.4	2.4	2.4	2.4	分红比率	0.0%	133.4%	45.0%	45.0%	45.0%
留存收益	7.1	12.0	25.6	27.4	29.8	股息收益率	0.0%	1.8%	1.0%	1.3%	1.9%
<b>股东权益</b>	8.9	14.4	28.1	29.9	32.4						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
净利润	1.2	1.4	2.3	3.2	4.4	EPS(元)	0.52	0.58	0.94	1.33	1.84
加:折旧和摊销	0.2	0.3	3.0	4.8	5.9	BVPS(元)	4.95	6.00	11.68	12.41	13.42
资产减值准备	0.2	0.1	-	-	-	PE(X)	85.8	76.2	47.3	33.6	24.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.0	7.4	3.8	3.6	3.3
财务费用	0.1	0.1	-0.0	-0.1	-0.1	P/FCF	80.9	-36.9	-19.3	60.2	20.8
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	7.3	5.9	4.1	3.1	2.4
少数股东损益	-0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	EV/EBITDA	-	26.5	17.2	11.6	8.7
营运资金的变动	1.7	-2.4	-3.2	-2.7	-3.8	CAGR(%)	38.6%	46.5%	31.6%	38.6%	46.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	2.0	0.4	2.0	5.2	6.5	PEG	2.2	1.6	1.5	0.9	0.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	-3.1	-3.7	-5.2	-4.2	-2.5	ROIC/WACC	1.6	1.4	1.6	1.6	2.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	2.1	2.9	9.0	-1.2	-1.3	REP	-	3.0	3.1	2.8	2.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034