

工商业制冷领军者，氢能+CCUS 两翼齐飞

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

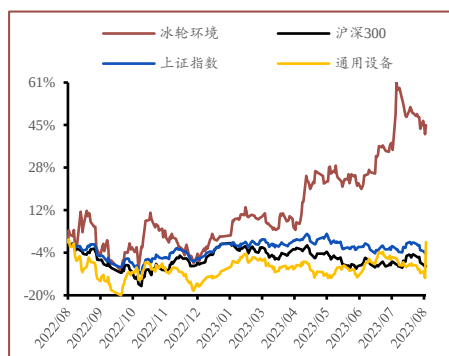
核心观点

基本数据

2023-08-17

收盘价(元)	16.68
流通股本(亿股)	7.46
每股净资产(元)	6.75
总股本(亿股)	7.46

最近 12 月市场表现



分析师 张一弛

SAC 证书编号: S0160522110002

zhangyc02@ctsec.com

相关报告

❖ **温控行业老牌企业，拓展氢能和碳捕集新航道：**公司以制冷压缩机设备起家，形成工商业制冷、中央空调、节能制热三大业务，布局氢能、CCUS 设备等赛道。2022 年以来，受益于冷链物流景气度上行和其他领域业务的拓展，公司收入同比增长 13.34%至 61.02 亿元，其中工商业制冷、中央空调、节能制热分别占比 62%、28%、10%，归母净利润同比增长 41.54%至 4.26 亿元。

❖ **打造宽领域温控产品体系，冷链物流和中央空调平稳增长，工业领域拓展空间大：**工商业制冷方面，2022 年以来受疫情影响的冷链基地项目重启，行业重回高速增长，2023 年 1-5 月我国冷链物流基础设施投资同比增长 6.6%。公司在冷链物流领域的市占率在 30%左右，技术优势领先。2023 年以来化工领域需求快速增长，工业制冷市场广阔，公司加快布局工业制冷装备，未来增长空间大。**中央空调方面**，工程和零售中央空调市场整体低迷，数字中心、医疗等细分市场成为新增长点。顿汉布什控股是五大欧美中央空调品牌之一，2022 年其风冷/水冷螺杆压缩机市占率分别为 8.6%/8.5%，稳居头部，其在地铁站空调、数据中心温控等场景的固有优势放大，发力细分市场。**节能制热方面**，我国余热资源丰富。华源泰盟具备 8 大核心技术，持续发力余热市场。

❖ **氢能全产业链布局，开启 CCUS 新赛道：**氢能市场空间广阔，2022 年我国氢气产量超 4000 万吨，十年 CAGR 达 9.6%，势银预计 2023 年我国氢气产量达到 4575 万吨。加氢站市场广阔，中商产业研究院预计 2023 年我国加氢站市场规模将达 78 亿元。公司以加氢站设备为核心布局全产业链，未来随着需求启动有望迎来收获。公司 CCUS 设备服务于多项示范项目，开启新赛道。

❖ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年合计实现营业收入 77.49、98.48、126.36 亿元，归母净利润 6.40、8.32、10.63 亿元，对应 PE 分别为 19.27、14.82、11.59 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**冷链物流基础设施建设进展不及预期；工业制冷市场竞争加剧；氢能下游需求开展不及预期。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5383	6102	7749	9848	12636
收入增长率(%)	33.14	13.34	27.00	27.09	28.31
归母净利润(百万元)	301	426	640	832	1063
净利润增长率(%)	35.20	41.54	50.26	30.01	27.83
EPS(元/股)	0.40	0.57	0.86	1.12	1.43
PE	38.48	19.47	19.27	14.82	11.59
ROE(%)	6.33	8.62	11.83	13.33	14.55
PB	2.41	1.68	2.28	1.98	1.69

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

内容目录

1	工商业制冷领域老兵，拓展氢能和碳捕集新航道.....	5
1.1	深耕温控设备，布局新能源业务.....	5
1.2	股权结构稳定.....	6
1.3	营收利润双增长，控费效果明显.....	6
2	打造宽领域温控产品体系，冷链物流和中央空调平稳增长，工业领域拓展空间大.....	8
2.1	以压缩机为核心展开宽领域温控产品体系.....	8
2.2	工商业制冷：冷链物流景气度上行，工业制冷业务逐步扩张.....	11
2.3	中央空调：顿汉布什控股稳居一线，细分市场优势不断放大.....	14
2.4	节能制热：余热资源丰富，华源泰盟 8 大核心技术构筑竞争优势.....	19
3	氢能全产业链布局，CCUS 放量在即.....	21
3.1	氢能市场空间广阔，公司紧随产业延伸布局.....	21
3.2	布局 CCUS 新业务，订单放量在即.....	24
4	盈利预测.....	28
4.1	盈利预测.....	28
4.2	可比公司估值.....	29
5	风险提示.....	30

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	5
图 2.	公司业务板块.....	6
图 3.	公司股权结构（截至 2023 年 4 月）.....	6
图 4.	公司 2017-2023Q1 营业收入及增速（亿元）.....	7
图 5.	公司 2017-2023Q1 归母净利润及增速（亿元）.....	7
图 6.	公司 2022 年分业务营收占比.....	7
图 7.	公司 2017-2023Q1 毛利率和净利率.....	8
图 8.	公司 2017-2023Q1 各类费用率.....	8
图 9.	全球空压机和制冷压缩机市场规模（亿美元）.....	9
图 10.	压缩机分类.....	9
图 11.	螺杆式压缩机结构图.....	10

图 12. 活塞式压缩机结构图.....	10
图 13. 我国商用制冷压缩机销量及增速（万台）.....	10
图 14. 2022 年我国商用制冷压缩机销售规模占比.....	10
图 15. 公司产品体系.....	11
图 16. 冷链物流流程.....	12
图 17. 我国冷链物流市场规模及增速（亿元）.....	12
图 18. “四横四纵”国家冷链物流骨干通道网络布局.....	13
图 19. 我国重点企业冷库容量及增速（万吨）.....	13
图 20. 威海海都食品集团有限公司制冷项目机房.....	14
图 21. 公司工艺空压机产品.....	14
图 22. 公司特殊工艺气体压缩机产品.....	14
图 23. 2022 年我国中央空调细分产品市占率.....	16
图 24. 我国中央空调市场销量走势.....	16
图 25. 我国中央空调细分市场市占率.....	16
图 26. 2022 年部分风冷螺杆机品牌市占率.....	17
图 27. 2022 年部分水冷螺杆机品牌市占率.....	17
图 28. 2022 年部分离心机品牌市占率.....	17
图 29. 烟台冰轮集团（香港）收入与增速（亿元）.....	18
图 30. 烟台冰轮集团（香港）净利润与增速（亿元）.....	18
图 31. 顿汉布什产品在细分市场的应用.....	18
图 32. 2015-2020 年我国可回收余热总资源测算.....	19
图 33. 2021-2026 年我国可回收余热资源预测.....	19
图 34. 华源泰盟八大核心产品.....	19
图 35. 2018-2022 年华源泰盟营收及增速（亿元）.....	20
图 36. 2018-2022 年华源泰盟净利润及增速（亿元）.....	20
图 37. 2021 年末以来碳酸锂价格开始暴涨.....	20
图 38. 我国氢气产量（万吨）.....	22
图 39. 氢气压缩机在氢能价值链中应用广泛.....	22
图 40. 我国加氢站数量（座）.....	23
图 41. CCUS 技术环节.....	24
图 42. 我国 CCUS 项目.....	25
图 43. 我国 2025-2060 年 CCUS 技术成本（元/吨）.....	25

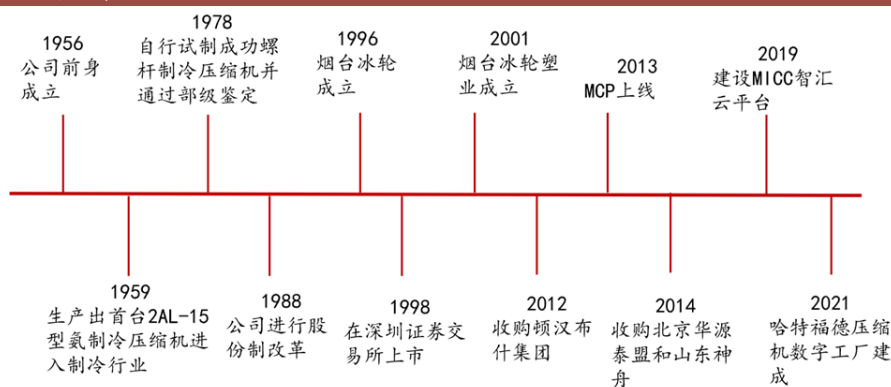
图 44. 我国各行业 CCUS 减排贡献需求（亿吨/年）	27
表 1. 不同制冷压缩机的使用场景	10
表 2. 不同制冷压缩机的使用场景	15
表 3. 近年来我国氢能促进政策	21
表 4. 压缩机业务向氢能板块延伸	23
表 5. 公司 CCUS 技术核心设备	26
表 6. 公司盈利预测	29
表 7. 可比公司估值	30

1 工商业制冷领域老兵，拓展氢能和碳捕集新航道

1.1 深耕温控设备，布局新能源业务

冰轮环境始创于 1956 年，前身是公私合营烟台机械修配厂，1959 年生产出首台 2AL-15 型氨制冷压缩机进入制冷行业。1978 年公司自行试制成功螺杆制冷压缩机并通过部级鉴定。1988 年，公司进行股份制改革，1996 年烟台冰轮成立并于 1998 年在深圳证券交易所上市。2012 年，公司收购顿汉布什集团，作为公司中央空调业务运营的主体。2019 年公司建设 MICC 智汇云平台。公司主要产品为压缩机和换热装置，用于对冷热资源的温度控制、压缩，来营造人工的环境，具体的应用范围包括室内的冷链装备，工业气体的压缩液化，中央空调装备，余热利用等。同时布局新兴业务如氢能装备，CCUS 装备等。

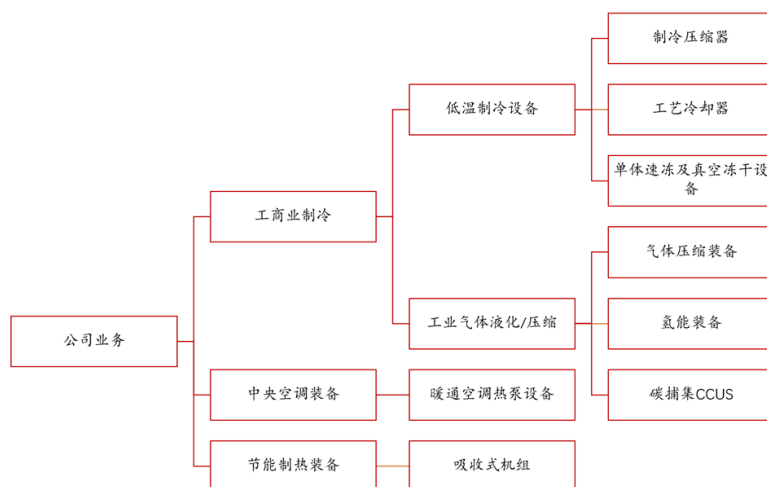
图1.公司发展历程



数据来源：公司官网，财通证券研究所

公司业务按照交付方式分为工业产品销售、工程施工和其他产品。业务经营按照下游应用分为工商业制冷（冷链物流设备、工业气体压缩液化等）、中央空调系统和余热利用三个板块。

图2.公司业务板块

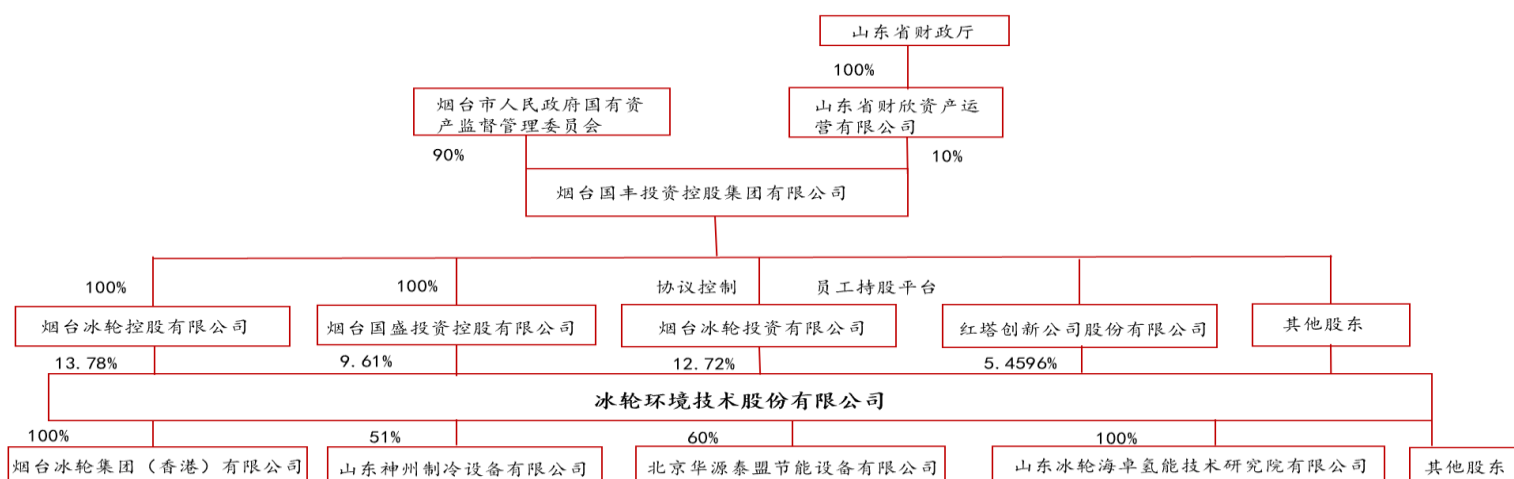


数据来源：公司官网，财通证券研究所

1.2 股权结构稳定

股权结构稳定，实际控制人为烟台市国资委。公司实控人为烟台市国资委，持有烟台国丰投资 90%股份，国丰投资持有烟台冰轮控股、国盛投资 100%股权，通过签署一致行动人协议书与公司的员工持股平台——远弘实业协议控制烟台冰轮投资。烟台冰轮控股、烟台国盛投资和烟台冰轮投资，合计持股 36.11%，为公司前三大股东。

图3.公司股权结构（截至 2023 年 4 月）



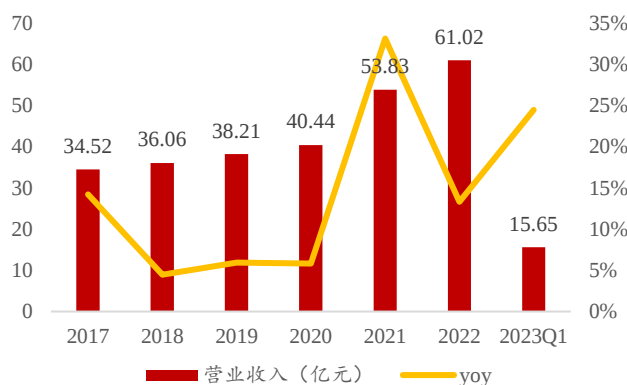
数据来源：WIND，财通证券研究所

1.3 营收利润双增长，控费效果明显

传统业务订单创出新高，公司营收利润双双增长。2017 年以来公司营业收入逐年增长，增长率稳定在 5%左右，2021-2022 年提升至 33.1%/13.34%。2021-2022 年

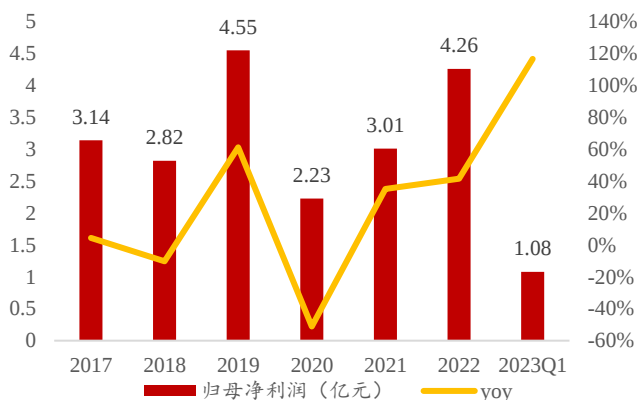
营业收入为 53.83/61.02 亿元, 归母净利润 3.01/4.26 亿元, 同比增长 35.2%/41.54%。近两年增速较高主要由于“十四五”期间冷链物流迎来重大发展, 公司成为主要参与者, 低温冷链装备板块营收增长明显且占比上升, 成为营收增长主要驱动力; 加之公司布局氢能、CCUS 核心装备, 订单增长贡献公司业绩。

图4.公司 2017-2023Q1 营业收入及增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, 财通证券研究所

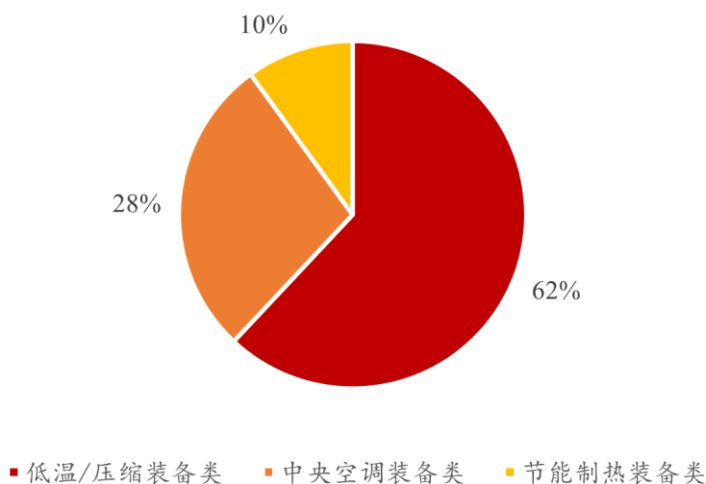
图5.公司 2017-2023Q1 归母净利润及增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, 财通证券研究所

分业务来看, 低温和压缩装备是公司营收的主要来源, 2022 年占比达 62%, 主要应用于冷链物流装备和 EPC, 以及工业气体压缩液化。2022 年中央空调业务营收占比约为 28%, 节能制热装备占比 10%。

图6.公司 2022 年分业务营收占比



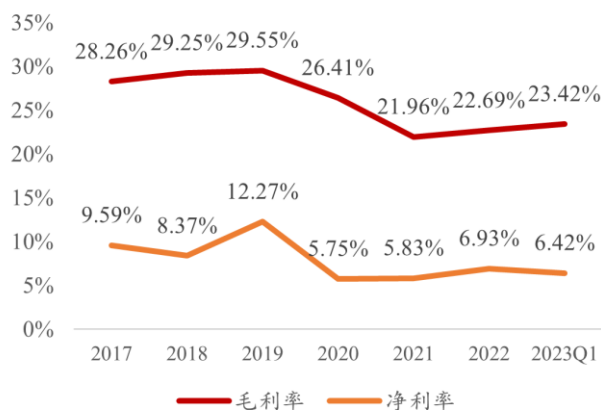
数据来源: wind, 财通证券研究所

利润率逐渐趋稳。2017-2022 年公司净/毛利率在波动中趋稳, 其中 2021-2022 年净利率为 5.83%/6.93%, 毛利率为 21.96%/22.69%, 2022 年毛利和净利率均有所上升。2020-2021 年受疫情以及原材料涨价影响毛利率同比下降, 2022 年随着冷链行业景气度上升, 订单得到修复, 公司毛利润上升。另外, 公司通过智能化工

厂提高生产效率，加强费用管控，总费用率降低，净利率同比略升。未来，随着原材料成本逐渐回落，公司盈利能力有望得到修复。

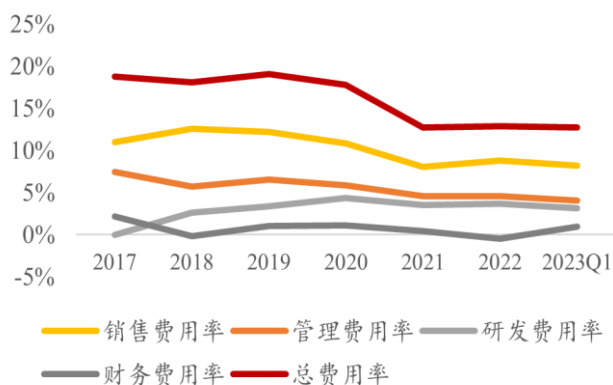
控费效果明显，总费用率呈下降趋势。2019年后，公司管理费用率、销售费用率和总费用率下降明显。公司利用数字工厂提高生产效率，费用控制不断优化。2021年管理费用率和销售费用率分别为3.53%/4.55%，同比下降1.28pct/2.77pct。

图7.公司 2017-2023Q1 毛利率和净利率



数据来源：公司年报，财通证券研究所

图8.公司 2017-2023Q1 各类费用率



数据来源：公司年报，财通证券研究所

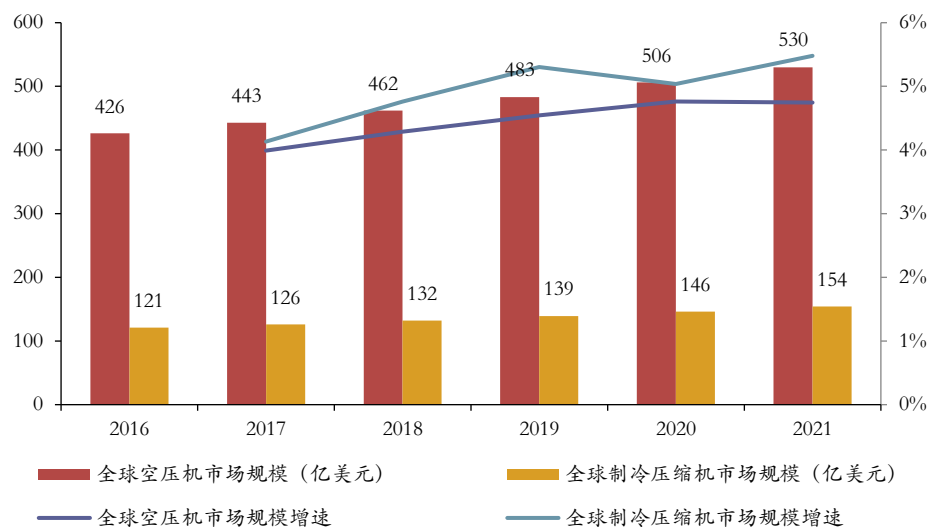
2 打造宽领域温控产品体系，冷链物流和中央空调平稳增长，工业领域拓展空间大

2.1 以压缩机为核心展开宽领域温控产品体系

压缩机具有提供动力、制冷和分离、合成反应、气体储运等功能，用途广泛，可分为空气压缩机、制冷压缩机、工艺压缩机等。根据 Technavio 数据，空气压缩机和制冷压缩机的合计市场规模超过压缩机总市场规模的 80%，2021 年二者市场规模分别达 530 亿美元、154 亿美元。制冷压缩机每年同比增速保持在 4% 以上，略高于空气压缩机，二者保持稳健增长态势。

制冷压缩机包含采暖制热、空气制冷、冷冻冷藏等诸多应用，是整个制冷系统的核心。制冷压缩机以制冷剂为压缩工质，与冷凝器、蒸发器和节流阀同组成制冷（制热）系统。制冷压缩机抽吸来自蒸发器的制冷剂蒸气，并提高其温度和压力后将其排至冷凝器，高压过热制冷剂蒸气在冷凝温度下放热冷凝，而后通过节流元件，降压后的气液混合物流向蒸发器，制冷剂液体在蒸发温度下吸热沸腾，变为蒸气后进入压缩机，从而实现了制冷系统中制冷剂的不断循环流动。

图9.全球空压机和制冷压缩机市场规模（亿美元）

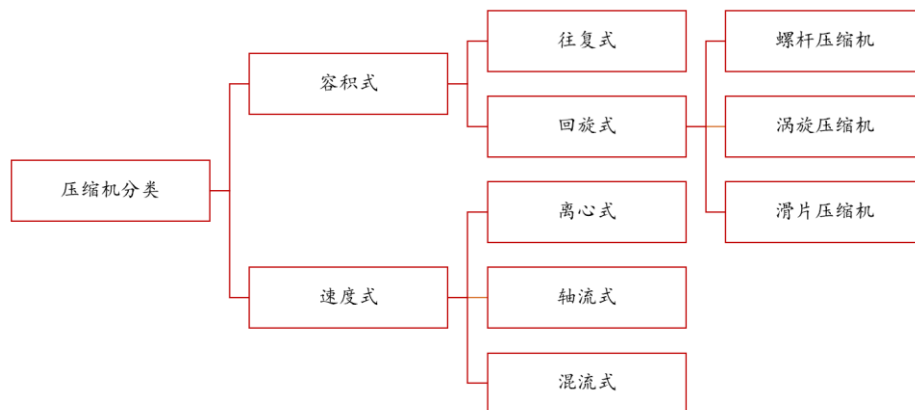


数据来源：Technavio，联德股份招股书，财通证券研究所

根据工作原理，可将压缩机分为活塞（往复式）压缩机、螺杆压缩机、离心式压缩机、涡旋压缩机等，活塞压缩机、螺杆压缩机、涡旋式压缩机都属于容积式压缩机，通过提高单位体积内的气体密度增加压力，是我国运用最广泛的两类压缩机。离心式压缩机和轴流式压缩机都属于动力式压缩机，通过叶片转动给气体加速，随后强迫气体扩张减速，使气流速度转化为压力。由于加压方式不同，压缩机的适用场景也有差别，活塞式压缩机适用于中小流量、高压场景，螺杆式适用于低压力大流量场景，离心式压力高于螺杆式，流量同样较大。

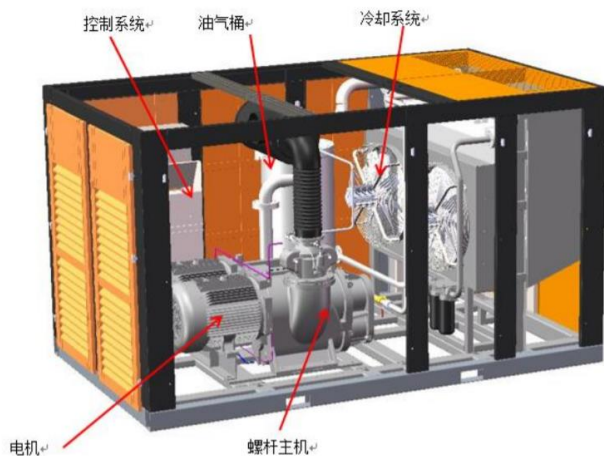
在大型商用及工业制冷领域，主要以离心式压缩机为主，大中型商业领域螺杆式、涡旋式、活塞式压缩机差异化竞争，在功率较低的轻型商用领域，主要以涡旋式压缩机为主。

图10.压缩机分类



数据来源：开山股份招股书，财通证券研究所

图11.螺杆式压缩机结构图



数据来源：鑫磊股份招股书，财通证券研究所

图12.活塞式压缩机结构图



数据来源：鑫磊股份招股书，财通证券研究所

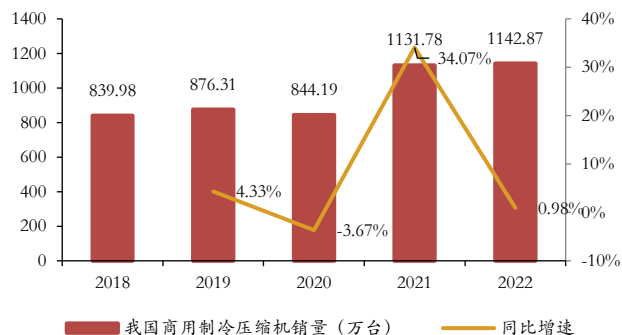
表1.不同制冷压缩机的使用场景

活塞式压缩机	主要用于家用冰箱、冷柜及大型商用制冷设备
转子式压缩机	主要用于家用小型空调、冰箱、冰柜
涡旋式压缩机	主要用于轻型商用空调、热泵及冷冻冷藏设备
螺杆式压缩机	主要用于大中型冷水机组及冷冻冷藏设备，并参与工业制冷领域
离心式压缩机	主要用于大型工业制冷设备

数据来源：英华特招股书，财通证券研究所

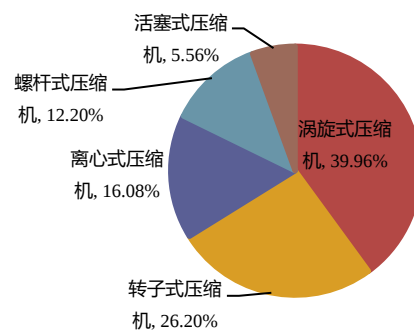
2018 年以来，我国商用制冷压缩机销量呈波动上行趋势，总销量由 2018 年的 839.98 万台上升至 2022 年的 1142.87 万台，复合增长率为 8%。其中涡旋式压缩机 2022 年销售规模占比 39.96%，离心式、螺杆式、活塞式占比分别为 16.08%、12.2%、5.56%。

图13.我国商用制冷压缩机销量及增速（万台）



数据来源：英华特招股书，财通证券研究所

图14.2022 年我国商用制冷压缩机销售规模占比

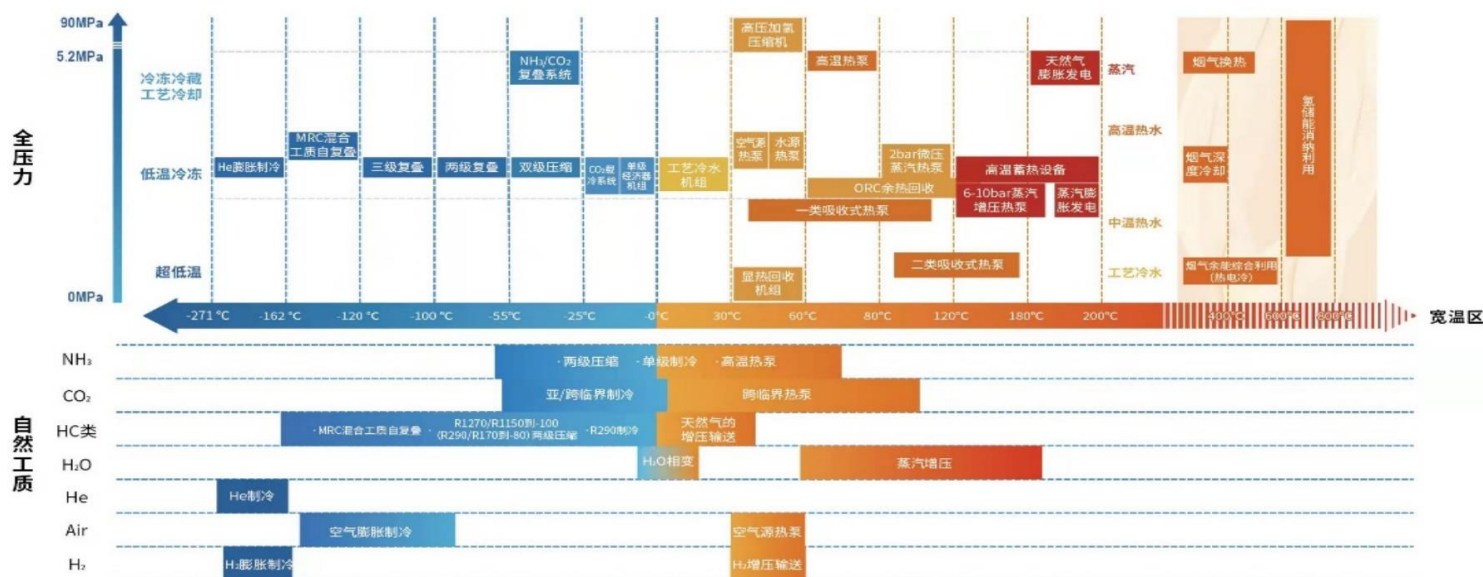


数据来源：英华特招股书，财通证券研究所

公司拥有冷链系统集成技术，能够生产全系列螺杆压缩机，具备从产品设计、制造、安装到项目总承包和为客户提供系统解决方案的能力起家，逐步拓展了宽温

图15.公司产品体系

以人工环境控制技术,推动能源互联互通综合利用

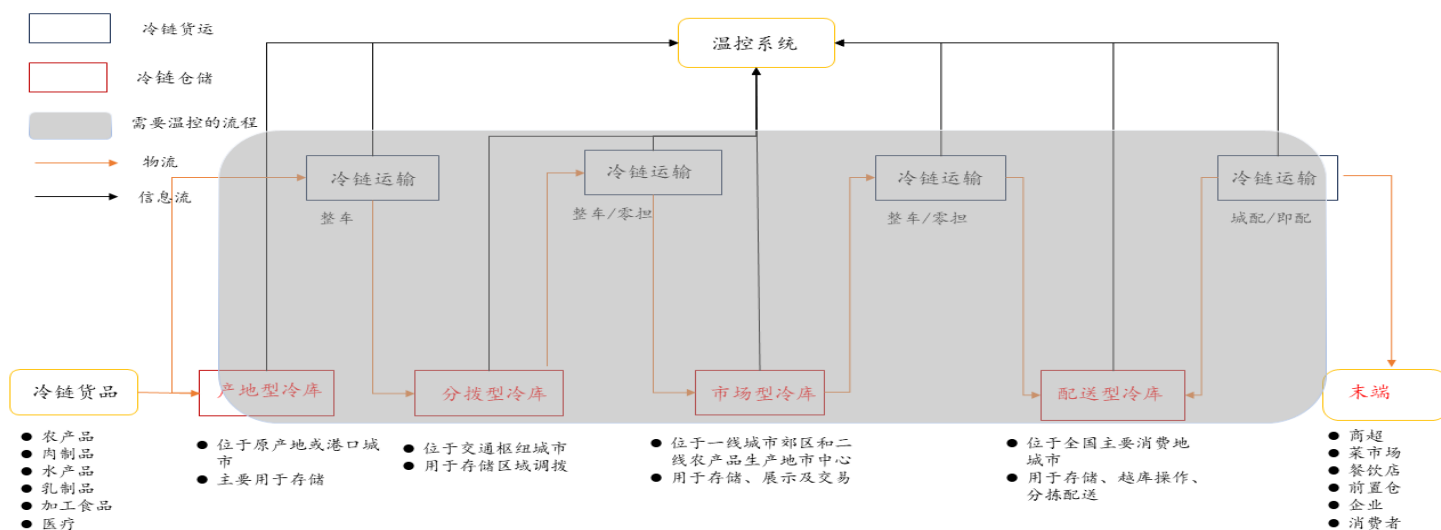


数据来源：公司官网，财通证券研究所

2.2 工商业制冷：冷链物流景气度上行，工业制冷业务逐步扩张

冷链是保障冷藏冷冻品从生产、贮藏到消费前的各环节均处于低温环境下的物流网络。农产品、肉制品等冷链货品在初生产以后首先运送到产地冷库中进行储存，再通过冷链运输到枢纽城市统一调拨，而后通过一层层细分区域冷库最终运送到消费者手中。冷库、冷藏车是冷链运输的主要设施，其中温控系统主要用到制冷压缩机组。

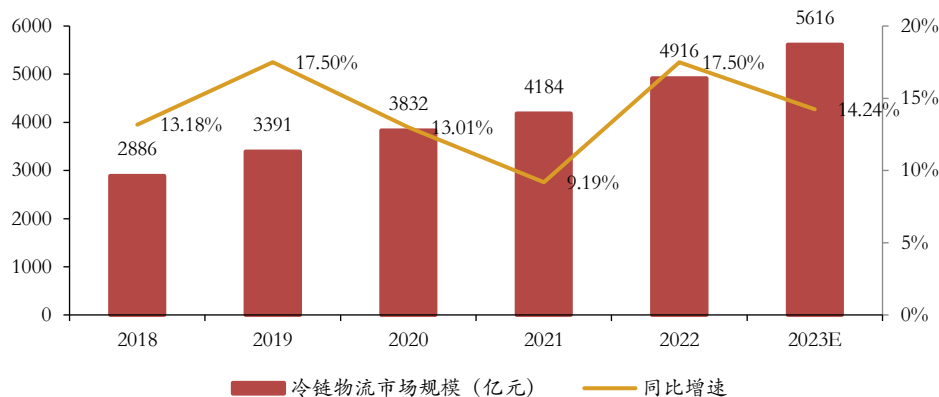
图16.冷链物流流程



数据来源：灼识咨询，财通证券研究所

2022 年以来冷链物流系统建设重回高增长，行业景气度上行。2018 年以来，我国冷链物流进入 3.0 时代，全民冷链需求快速增长，基础设施日益完善。我国冷链物流市场规模由 2018 年的 2886 亿元上涨至 2020 年的 3832 亿元，CAGR 达 15.2%。2021 年以来受疫情影响，我国冷链物流建设速度放缓，产业暴露出较多问题，市场增速下降至 9.19%。2022 年以来停滞的许多项目开始重启，系统建设节奏加快，行业重回高增长，2022 年我国冷链物流市场规模同比增长 17.5%至 4916 亿元，根据中商产业研究院，预计 2023 年我国冷链物流市场规模将同比增长 14.24%至 5616 亿元。

图17.我国冷链物流市场规模及增速（亿元）

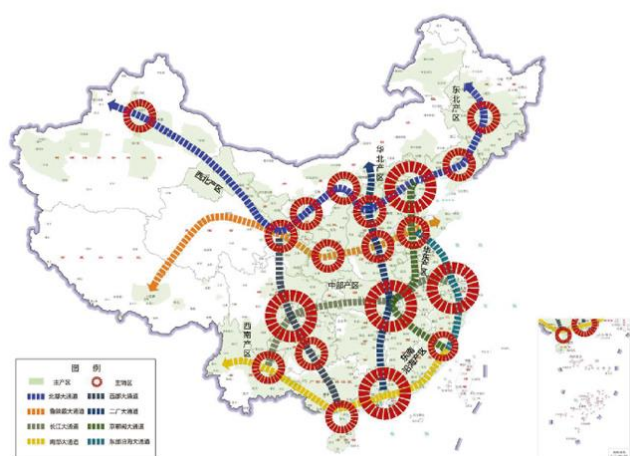


数据来源：中物联冷链委，中商产业研究院，财通证券研究所

国家骨干物流基地全面铺开，冷链系统投资稳健增长。2020年3月，发改委首次提出建设一批国家骨干冷链物流基地。2021年12月，国务院发布“十四五”冷链物流发展规划，宣布布局建设100个左右国家骨干冷链物流基地，聚焦产地“最先一公里”和城市“最后一公里”，补齐两端冷链物流设施短板。2020年以来，国家发展改革委已分3批将66个国家骨干冷链物流基地纳入年度建设名单，基地网络覆盖29个省（自治区、直辖市，含新疆生产建设兵团），国家物流基地迎来快速发展。商用冷链系统方面，随着消费回暖我国冷链物流发展趋稳向好，2023年1-5月，我国冷链物流基础设施投建总额超过140亿元，同比增长6.6%。我国重点企业冷库容量呈稳健增长趋势，由2018年的4307万吨增长至2022年的5686万吨，四年CAGR达7.2%，根据中商产业研究院，预计2023年我国重点企业冷库容量将同比增长7.19%至6095万吨。

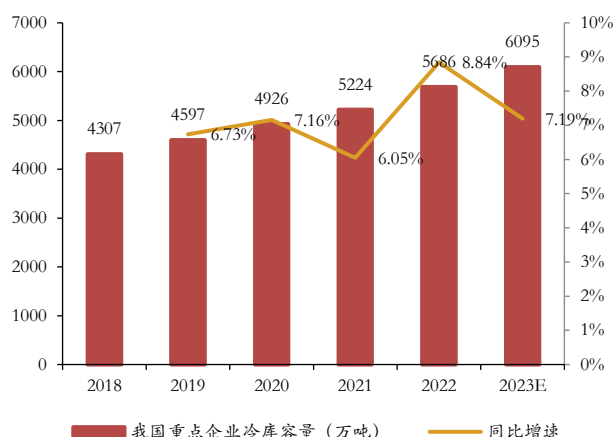
图18. “四横四纵”国家冷链物流骨干通道网络布局

“四横四纵”国家冷链物流骨干通道网络布局示意图



数据来源：“十四五”冷链物流发展规划，财通证券研究所

图19.我国重点企业冷库容量及增速（万吨）



数据来源：中冷联盟，中商产业研究院，财通证券研究所

冷链物流设备领军者，不断延伸中高端工商业制冷市场。公司制冷产品和系统集成技术主要服务于主要用于食品冷冻冷藏及冻干加工、建筑骨料冷却、隧道矿井探凿冻结、冰雪运动场馆、物流冷链等。公司下游集中在大中型商业制冷领域，绝大部分为定制化产品，对公司的研发、设计、生产、管理等方面都提出了较高的要求。公司技术保持行业领先，螺杆式制冷压缩机荣获国家科技进步奖，所属鲁商冰轮设计院拥有行业内唯二的甲级资质，公司也是国内CO₂绿色制冷技术的前驱。公司同时能准确把握客户的实际需求，个性化程度高，产品型号达千余种。公司负责的海都食品制冷项目机房总库容量达40万吨，年加工总量达100万吨。一期制冷项目含冷库10万m²，包括12台单体速冻装置及20个急冻间，一次冻结加工能力近500吨，目前是国内单体规模最大的氨/二氧化碳复叠制冷系统项目。

图20.威海海都食品集团有限公司制冷项目机房



数据来源：公司官网，财通证券研究所

加快拓展工业制冷装备领域，发展空间广阔。工业制冷空间大确定性强，2023 年以来化工领域压缩机需求飞速增长，成为公司业绩发力的主要助推之一。公司一直在不断地寻求将娴熟的压缩换热技术在新场景中适用性应用，2022 年在硅化工工艺段、锂化工工艺段、天然气压缩液化、CCUS 等领域获得了较多订单。

公司的国际营销网络能覆盖“一带一路”国家，出口业务也向工业冷冻装备、能源化工装备等领域不断拓展。国内和海外市场齐发力，业绩有望持续高增。

图21.公司工艺空压机产品



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图22.公司特殊工艺气体压缩机产品



数据来源：公司官网，财通证券研究所

2.3 中央空调：顿汉布什控股稳居一线，细分市场优势不断放大

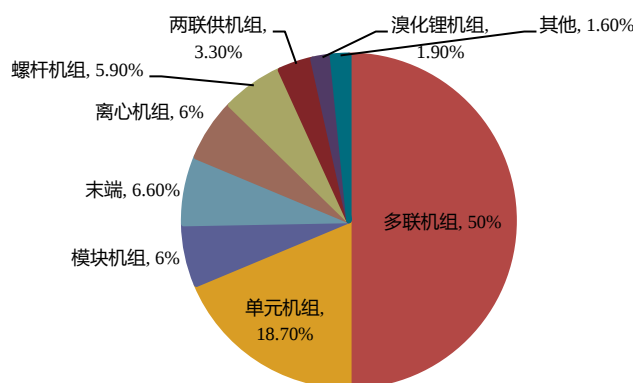
中央空调产品可以分为冷水机组（包含离心机、水冷螺杆、风冷螺杆、模块机）、多联机、单元机、溴化锂、水地源热泵等。冷水机组以水为载冷剂，主要用于商用；多联机和单元机以氟为载冷剂，在家用场景和中小型商用场景中应用广泛；单元机多指风管机和天花机，采用一台室外机连接一台室内机的形式，将室内机送出的冷热风通过风管输送到较远的地方。下游以多联机组和单元机组为主，分别占据 50%、18.7%的应用，冷水机组合计占比 17.9%，其中模块机组和离心机组占比均为 6%，螺杆机组应用比例达 5.9%。

表2.不同制冷压缩机的使用场景

类别		特点
冷水机组	离心机	依靠离心式压缩机中高速旋转的叶轮产生的离心力来提高制冷剂蒸汽压力，以获得对蒸汽的压缩过程，压缩机全封闭型，单机制冷量大，性能系数高，可连续无级调节，可靠性高，适合大型公共建筑
	风冷螺杆机	利用螺杆式压缩机中两个阴阳转子的相互啮合，在机壳内回转而完成吸气、压缩与排气过程，部分负荷时效率高，圆周运动平稳，单机容量小于离心机。风冷螺杆机直接使用机组上的风冷凝器把热量排到空气中，采用翅片空气散热，多用于缺水地区。
	水冷螺杆机	原理同上，通过外部冷却水循环，经过冷却塔或者冷却水池把热量传递到空气中，是平时螺杆机主要适用类型，制冷量较风冷式高，受环境影响小。
	模块机	多台模块单元组合而成，可解决机器摆放问题，根据负荷大小需要自由组合，任意增减，使用很方便，适用于多种建筑类型。实现多级能量调节及单元模块间负荷的均匀分配，智能化控制，高效节能。
	溴化锂机组	包括溴化锂吸收式制冷机和溴化锂直燃式制冷机，利用溴化锂吸收水蒸气伴随吸热/放热原理。可利用余热、燃煤燃气等，节约大量能源。
	水地源热泵	利用热泵逆卡诺循环原理，采用地表水或地下水进行冷热交换作为冷热源，属于可再生能源利用技术，经济节能环保，稳定可靠，一机多用，对周围环境有要求。
多联机组	变频多联机	由一台室外机和若干台室内机组成的冷媒循环系统，以制冷剂为输送介质，通过变频装置控制压缩机的制冷剂循环量和进入室内各个换热器的制冷剂流量，适时地满足室内冷热符合要求。运营费用低，有效空间利用，灵活方便，比较符合住宅空调需要
	数码涡旋多联机	采用数码涡旋轴向柔性技术，通过涡旋盘轴向移动改变负载和卸载状态时间，宽范围实现连续和无级调节，省电量，在节能效比、容量输出、可靠性方面较变频多联机有优势，但起步较晚
单元机组	单元机	兼具壁挂机与普通家用中央空调特点，室外主机分割为若干小主机，一拖一，室内布置类似中央空调，美观时尚，造价低，技术含量不高
末端	末端	风机盘管、新风机组、组合式空调、风量调节阀、过滤器、滴水盘等

数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

图23.2022 年我国中央空调细分产品市占率



数据来源：艾肯网，财通证券研究所

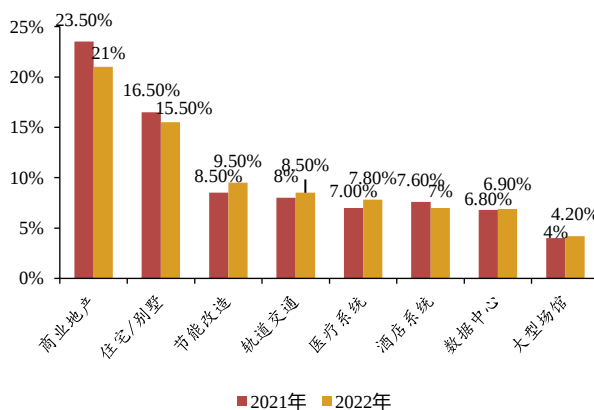
工程和零售中央空调市场表现低迷，细分市场成为新增长点。2022 年以来受疫情反复和房地产波动拖累，中央空调市场表现较为低迷，2022 年我国中央空调市场下滑 2.96%，工程项目数量减少，消费需求萎缩。另一方面，数据中心、节能改造、轨道交通等细分市场需求逐渐起量，增长势头强劲。《新型数据中心发展三年行动计划（2021—2023 年）》中明确提出，利用 3 年时间基本形成布局合理、技术先进、绿色低碳、算力规模与数字经济增长相适应的新型数据中心发展格局。2022 年细分市场市占率均有所提升，节能改造提升 1pct 至 9.5%，轨道交通提升 0.5pct 至 8.5%，数据中心提升 0.1pct 至 6.9%，细分市场逐渐发力。

图24.我国中央空调市场销量走势



数据来源：中央空调市场，财通证券研究所

图25.我国中央空调细分市场市占率

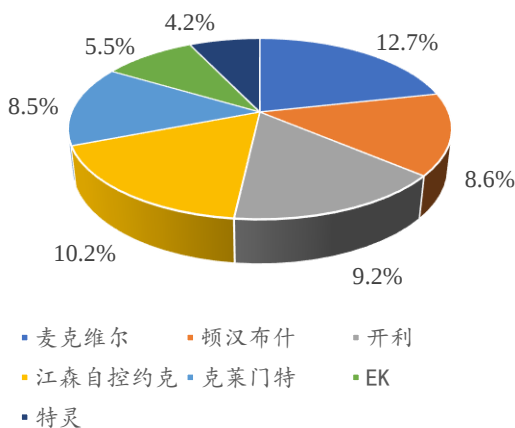


数据来源：冷暖商情，财通证券研究所

顿汉布什控股是五大欧美中央空调品牌之一，在我国市占率稳居一线。顿汉布什控股是公司中央空调业务的经营主体，为五大欧美系品牌之一。顿汉布什控股的产品涵盖了除溴化锂产品外的所有中央空调产品，其中冷水机组为主，近年来，顿汉布什控股根据中央空调市场的变化情况，不断丰富产品结构，产品体系逐渐向变频多联机、水地源热泵机组扩展。螺杆机市场较为分散，2022 年顿汉布什风冷螺杆机和水冷螺杆机市占率分别为 8.6%/8.5%，稳居头部；离心机市场集中度

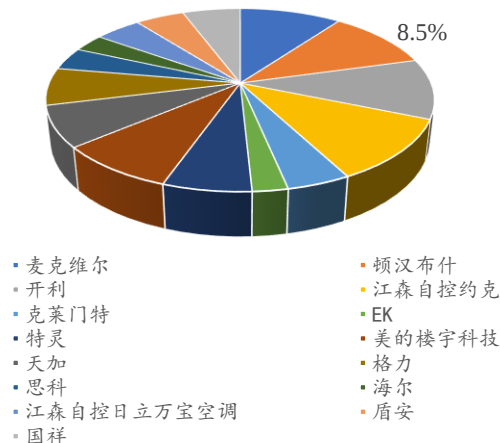
更高，江森自控约克、开利、麦克维尔等一线厂家均占有 10%+ 的市场，公司离心机市占率达 6.4%，成功跻身一线品牌。

图26.2022 年部分风冷螺杆机品牌市占率



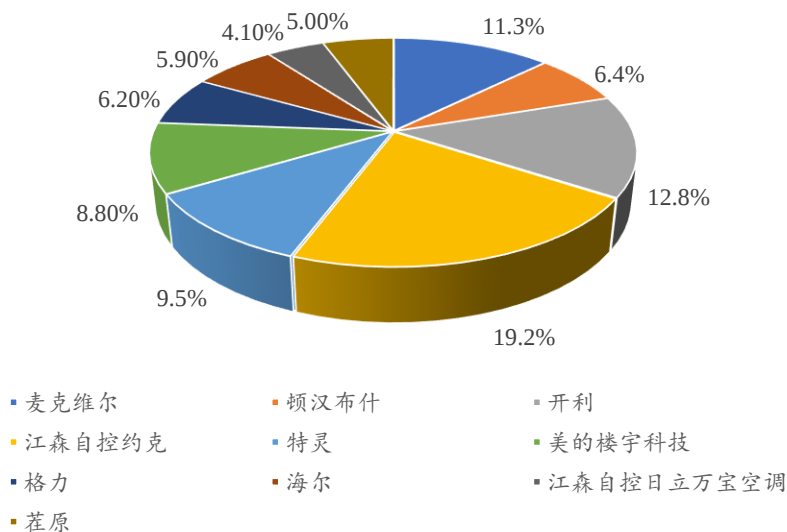
数据来源：暖通家《2022 年螺杆机市场报告》，财通证券研究所

图27.2022 年部分水冷螺杆机品牌市占率



数据来源：暖通家《2022 年螺杆机市场报告》，财通证券研究所

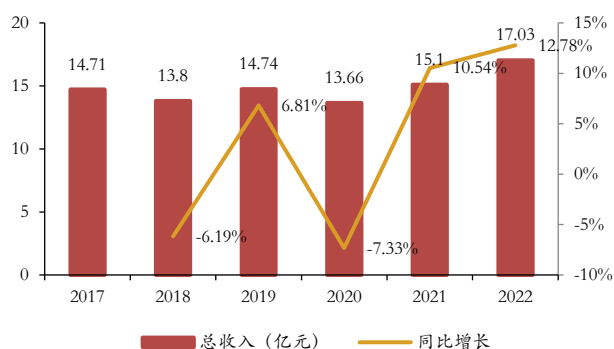
图28.2022 年部分离心机品牌市占率



数据来源：暖通家《2022 年离心机市场报告》，财通证券研究所

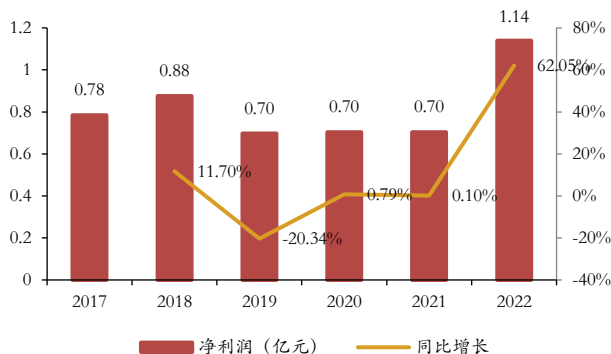
2015 年，公司通过发行股份购买资产方式实施重大资产重组，收购了烟台冰轮集团（香港）有限公司，该公司主要承担中央空调设备制造业务。烟台冰轮集团（香港）近年来营收快速从疫情中恢复，连续两年保持 10% 以上增速，2022 年净利润同比增长 62.05% 至 1.14 亿元，可以看出公司中央空调业务经营良好，较快摆脱了疫情影响，回到增长轨道。

图29.烟台冰轮集团（香港）收入与增速（亿元）



数据来源: wind, 财通证券研究所

图30.烟台冰轮集团（香港）净利润与增速（亿元）



数据来源: wind, 财通证券研究所

切中行业趋势，细分市场优势不断放大。顿汉布什的优势业务在地铁站空调、数据中心温控压缩机组、核电空调、机房、医院等洁净空调等，直接受益于近年来全球高涨的数据中心建设热，顿汉布什的“集成自然冷却功能的风冷螺杆机组”和“变频离心式冷水机组”入选国家工信部《绿色数据中心先进适用技术产品目录》，并针对性开发了大冷量磁悬浮离心机和气悬浮离心机等，其在海外也承接了相当多的订单。此外，公司2022年拓展了医疗卫生、绿色制药、石化重工、区域能源&清洁供热、电子厂房、汽车、轨交等诸多领域应用，发力细分市场，固有优势不断放大。

图31.顿汉布什产品在细分市场的应用

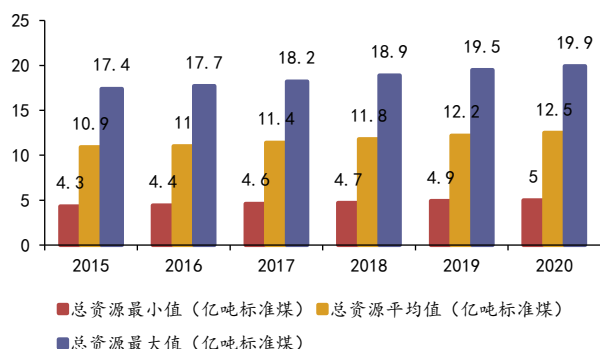


数据来源: 顿汉布什公众号, 财通证券研究所

2.4 节能制热：余热资源丰富，华源泰盟 8 大核心技术构筑竞争优势

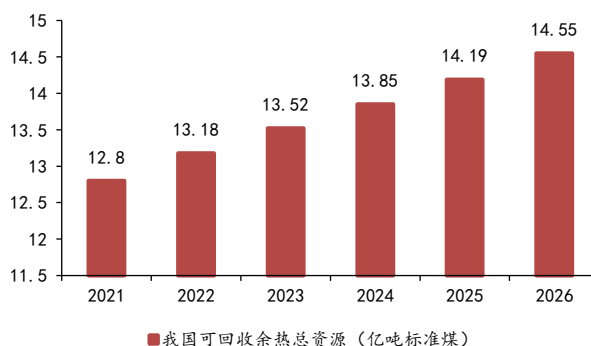
余热资源是指在现有条件下有可能回收利用而尚未回收利用的能量，我国工业余热资源丰富，2020 年总资源约为 12.5 亿吨标准煤，根据前瞻产业研究院，预计 2026 年我国可回收余热资源将达 14.55 亿吨标准煤，余热资源约占其燃料消耗总量的 17%-67%，其中可回收率达 60%。而我国余热资源利用比例低，大型钢铁企业余热利用率约为 30%-50%，其他行业则更低，余热利用提升潜力大。

图32.2015-2020 年我国可回收余热总资源测算



数据来源：前瞻产业研究院，财通证券研究所

图33.2021-2026 年我国可回收余热资源预测



数据来源：前瞻产业研究院，财通证券研究所

华源泰盟为公司节能制热业务的经营主体，专注于工业余热利用以及城市集中供热领域。1) 技术优势：华源泰盟以清华大学强大的科研实力为支撑，提出一系列集中供热节能减排和天然气高效利用关键技术及解决方案，形成 8 大系列核心技术，并在此基础上研发成功 8 大系列核心产品，成功案例遍布我国北方地区及山东、江苏、湖北等省市。

图34.华源泰盟八大核心产品



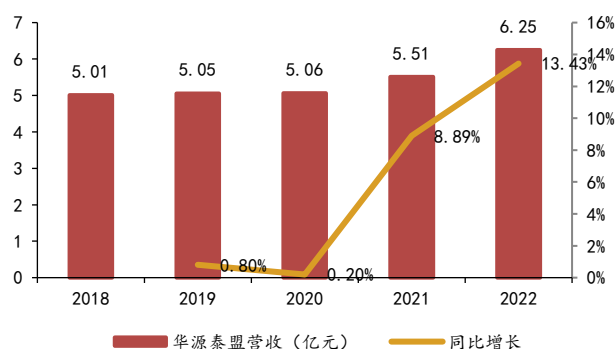
数据来源：华源泰盟官网，财通证券研究所

2) 产品生态优势：公司基于自身核心技术，构建了冷、热、水、汽、电、污、废等多形态能源的互联互通互补生态体系，并针对不同应用场景，建立了数字能源

新生态，利用数字技术进行系统参数寻优，达成能源管网供需平衡，提高生产安全的同时降低运行能耗。3) 定制化服务：华源泰盟能够紧密结合客户的个性化特征，量身定制、优化匹配各细节，确保技术方案不影响电厂热力系统和集中供热系统安全可靠运行，打造全流程低碳服务体系。4) 营销渠道优势：公司建立有健全的海内外市场立体化营销体系，凭借承揽项目总承包和为客户提供系统解决方案的能力，在城市集中供热余热回收市场处于行业领先地位，占有较高份额。

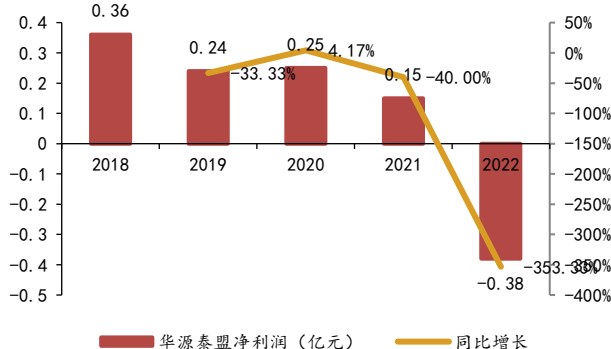
华源泰盟收入实现稳健增长，2021-22 年收入实现 5.51/6.25 亿元，同比增长 8.89%/13.43%。2021 年末起，碳酸锂价格开始暴涨，由原本的 2 万元/吨左右涨至最高 5.5 万元/吨，碳酸锂是溴化锂溶液的原材料，溴化锂溶液是公司主导产品的介质，因此上游价格暴涨对公司的盈利带来了一定影响，2022 年净利润同比下降幅度较大。2023 年以来碳酸锂价格经历了急速下跌以后呈反弹趋势，预计未来上游价格将持续下降，公司盈利逐步回升。

图35.2018-2022 年华源泰盟营收及增速（亿元）



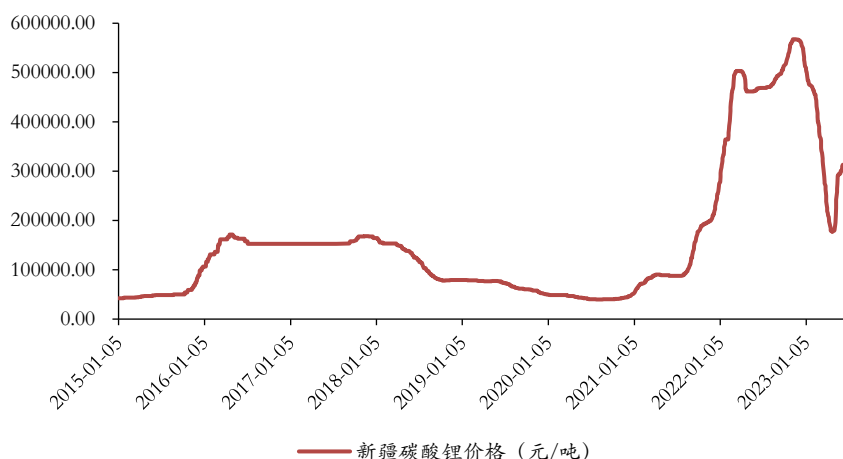
数据来源：公司年报，财通证券研究所

图36.2018-2022 年华源泰盟净利润及增速（亿元）



数据来源：公司年报，财通证券研究所

图37.2021 年末以来碳酸锂价格开始暴涨



数据来源：wind，财通证券研究所

3 氢能全产业链布局，CCUS 放量在即

3.1 氢能市场空间广阔，公司紧随产业延伸布局

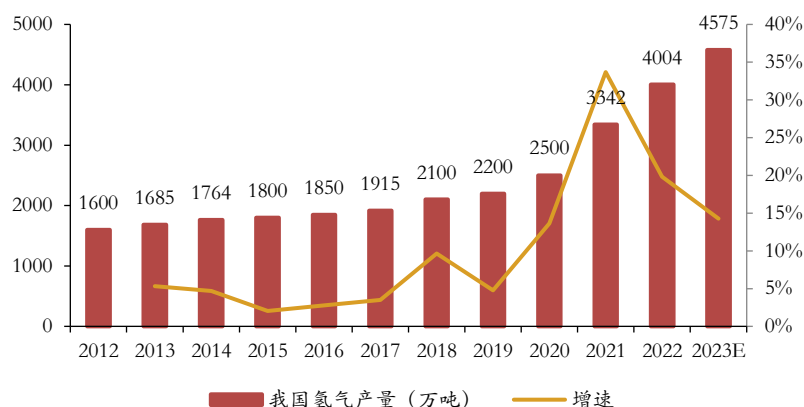
氢能驶入发展快车道，未来市场空间广阔。氢气作为一种来源丰富、绿色低碳、应用广泛的二次能源，是现代能源体系重要组成部分。为实现碳中和、保障我国能源安全，近年来我国氢能发展顶层设计不断完善，氢能产业链各个环节政策陆续落地，促进氢能产业化发展。2019 年氢能写入政府工作报告后，氢能燃料电池车产业化进程提速。2021 年 8 月氢燃料电池汽车补贴政策正式落地，北京、上海、广东等三个城市群入选首批奖励范围，氢燃料电池汽车行业发展进入快车道。2022 年我国氢气产量超 4000 万吨，十年 CAGR 达 9.6%，根据中商产业研究院，预计 2023 年我国氢气产量有望达到 4575 万吨。

表3.近年来我国氢能促进政策

时间	政策	内容
2023. 1	《新时代的中国绿色发展》白皮书	推动能源绿色低碳发展，大力发展非化石能源，坚持创新引领，积极发展氢能源
2022. 8	工业领域碳达峰实施方案	鼓励有条件的地区利用可再生能源制氢；到 2025 年，规模以上工业增加值能耗较 2020 年下降 13.5%
2022. 4	十四五能源领域科技创新规划	2023 年，完成大功率质子交换膜制氢电解槽样机研制，2023-2025 年进行示范，2025-2030 年进行制氢推广；2025 年，建成掺氢比例 3%-20%，最大掺氢量 200Nm ³ /h 的掺氢天然气管道示范项目
2022. 3	氢能产业发展中长期规划（2021-2035）	到 2025 年可再生能源制氢量达到 10-20 万吨/年，2035 年可再生能源制氢在终端能源消费中的比重明显提升，对能源绿色发展起到重要支撑作用
2020. 10	节能与新能源汽车技术路线图 2.0	2025 年，我国新能源汽车在汽车总销量中的占比将达到 20%左右，氢燃料电池汽车保有量达到 10 万辆左右。2030 年，新能源汽车在总销量中的占比提升至 40%左右。2035 年，新能源汽车成为国内汽车市场主流（占总销量的 50%以上），与此同时氢燃料电池汽车保有量达到约 100 万辆
2020. 8	国家创新驱动发展战略纲要	明确提及要大力发展氢燃料汽车，到 2030 年实现氢燃料电池汽车保有量 200 万辆的目标
2020. 6	能源法	正式将氢能列入能源范畴

数据来源：中国政府官网，国务院新闻办公室，中国能源局官网，财通证券研究所

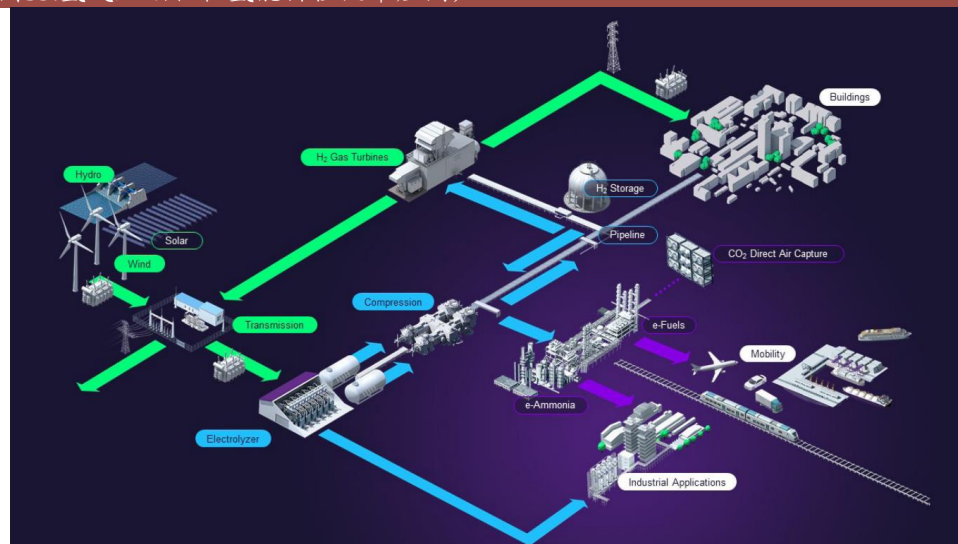
图38.我国氢气产量（万吨）



数据来源：wind，财通证券研究所

氢气密度较小，在制储运加全产业链几乎都要用到压缩设备以提升效率：1）制氢端：多采用低压球罐进行储氢，压力约为2MPa，若生产出的氢气要增压储存，则需用到低压氢气压缩机；2）储运端：当前主流运氢方式是高压气态长管拖车，其技术相对成熟，在成本方面具备优势，压力约为20MPa。液氢运输是发展潜力较大的技术，常温下氢气的临界温度过低，需加压至高压状态，配合液氮等冷源降温。管道输氢由于成本低、流量大、距离远等优势，有望成为长期主流运输方式，管道内压力约为1-4MPa，同样需要用到高压压缩机。3）下游应用：氢气主要应用于钢铁化工领域，气体加压注入、压缩等环节需要压缩设备参与；燃料电池车推广所需的加氢站压缩设备包括45/90MPa两种，当前主要使用隔膜、螺杆式压缩机。

图39.氢气压缩机在氢能价值链中应用广泛

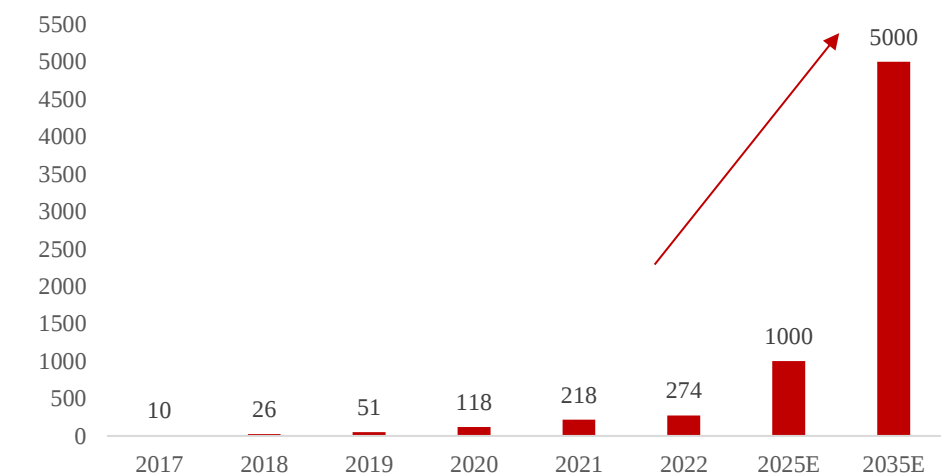


数据来源：西门子氢气压缩机白皮书，财通证券研究所

我国加氢站压缩机市场规模广阔。随着“双碳”政策不断催化，氢作为新能源应用前景广阔，氢能产业逐渐得到重视，我国建成加氢站数量不断上升。根据汽车

工程学会，我国 2025 年加氢站目标将达到 1000 座，2030-2035 年达到 5000 座。

图40.我国加氢站数量（座）



数据来源：中商情报网，中国汽车工程学会，财通证券研究所

公司以加氢站设备为重心展开全产业链布局。公司在压缩机领域具有丰富经验和领先的技术优势，联合山东大学、西安交通大学等多家高校科研院所，依托高校科研院所技术优势和冰轮 65 年积累的装备制造经验，从氢的制取、液化、储存、输送和应用等产业链方面部署氢能装备研发。在氢气增压、液化环节，氢气螺杆式压缩机被国家能源局遴选为第一批能源领域首台（套）重大技术装备项目。在加氢站领域，“高压加氢压缩机”整体性能达到国际先进水平。在氢气输送领域，“喷油螺杆氢气输送压缩机”的绝热效率等主要技术指标处于国际领先水平。公司是三桶油的合格供应商，产品系列丰富，未来随着国内氢能需求逐步启动，公司前期布局有望迎来收获。

表4.压缩机业务向氢能板块延伸

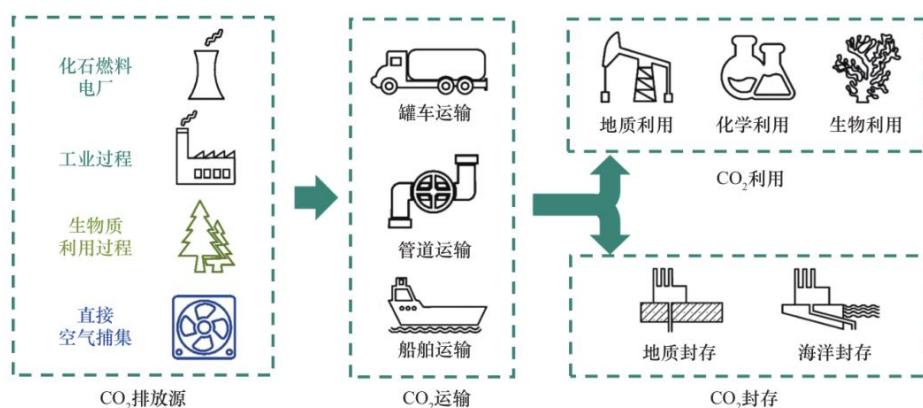
环节	产品	产品信息
氢气增压、液化	氢气螺杆式压缩机	主要应用于超低温制冷（低至-271℃），采用低温冷凝法是从天然气中提取氢气，由气源预处理净化、粗氢气提取及氢气精制等工序构成。压缩机配套辅助设备撬装，运行安全可靠，能效比高。
氢燃料电池	氢燃料电池空气压缩机	作为氢燃料电池的关键部件，是保证燃料电池高效可靠运行的关键设备。根据适配电堆功率及流量等参数的不同，分为 10 余种型号，燃料电池空压机效率可达到 60%以上、寿命可达 30000h。
	氢燃料电池氢气循环泵	作为氢燃料电池的关键部件，可以有效的改善氢循环、灵活性高。提高了氢气的利用率。独有的专利结构设计，保证了氢泵破冰功能。氢气循环泵效率可达到 60%以上、噪音≤70dB、寿命可达 25000h。
加氢站	加氢站用氢气压缩机	主要采用隔膜式压缩机，作为往复式容积型压缩机，其性能特点决定了它在特殊气体压缩运输上的突出优势。

数据来源：公司官网，财通证券研究所

3.2 布局 CCUS 新业务，订单放量在即

“双碳”目标下，CCUS 打开减排技术路径。CCUS 即将化石能源利用中所产生的二氧化碳捕集+封存+利用技术的合称，是化石能源低碳利用的唯一选择。根据生态环境部环境规划院发布的《中国二氧化碳捕集利用与封存（CCUS）年度报告（2021）》，依照实现碳中和目标的减排需求和现在的技术发展预测，2050-2060 年，需要通过 CCUS 技术实现的减排量为 6-14/10-18 亿吨。CCUS 技术的必要性：1) 化石能源在能源消费结构中占比仍较高；2) 火电加装 CCUS 是实现电力系统快速减排的灵活性手段；3) CCUS 是钢铁水泥行业减排转型的可行技术选择；4) CCUS 与新能源耦合的负排放技术助力实现碳中和目标。

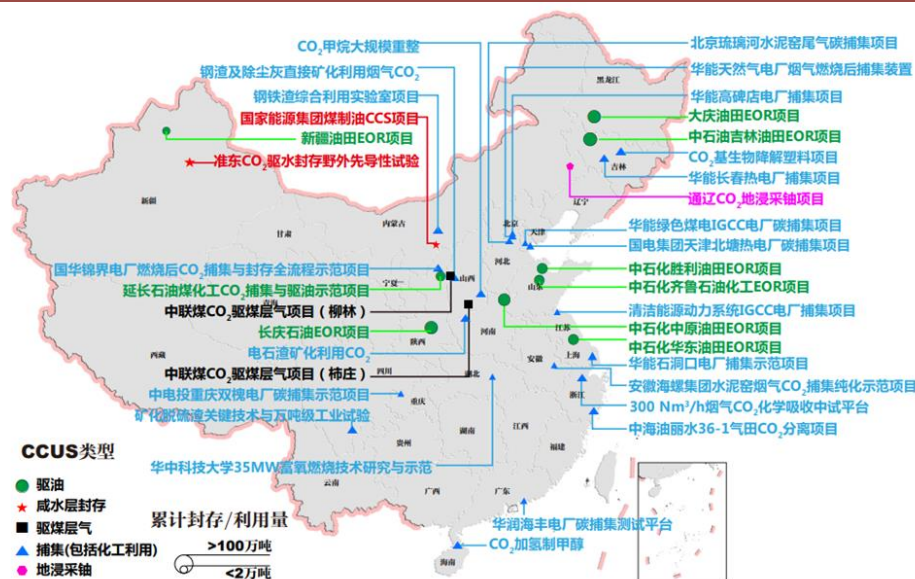
图41.CCUS 技术环节



数据来源：张贤、李阳、马乔、刘玲娜《我国碳捕集利用与封存技术发展研究》，财通证券研究所

我国 CCUS 示范项目不断增多，未来发展潜力可期。中国已投运或建设中的 CCUS 示范项目约为 40 个，捕集能力 300 万吨/年，技术项目遍布 19 个省份。中国已具备大规模捕集利用与封存 CO₂ 的工程能力，正在积极筹备全流程 CCUS 产业集群。例如，国家能源集团鄂尔多斯 CCS 示范项目已成功开展了 10 万吨/年规模的 CCS 全流程示范。中石油吉林油田 EOR 项目是全球唯一一个中国 CCUS 项目，也是亚洲最大的 EOR 项目，注入 CO₂ 超过 200 万吨。国家能源集团国华锦界电厂 15 万吨/年燃烧后 CO₂ 捕集与封存全流程示范项目已于 2019 年开始建设。中石化于 2021 年 7 月正式启动建设我国首个百万吨级 CCUS 项目（齐鲁石化-胜利油田 CCUS 项目）。

图42.我国 CCUS 项目



数据来源：生态环境部环境规划院《中国二氧化碳捕集利用与封存（CCUS）年度报告（2021）》，财通证券研究所

我国 CCUS 处于示范阶段，技术成本下降有望壮大项目规模。我国 CCUS 示范项目以小规模为主，成本较高。CCUS 的成本主要包括经济成本和环境成本。经济成本包括固定成本和运行成本，环境成本包括环境风险与能耗排放。CCUS 的技术成本主要制约了其大规模应用，随着技术的发展，我国 CCUS 技术成本未来有较大下降空间。2021 年中国 CCUS 报告预期到 2030 年，我国 CCUS 技术成本为 310-770 元/吨，2060 年，将降至 140-410 元/吨。

图43.我国 2025-2060 年 CCUS 技术成本（元/吨）

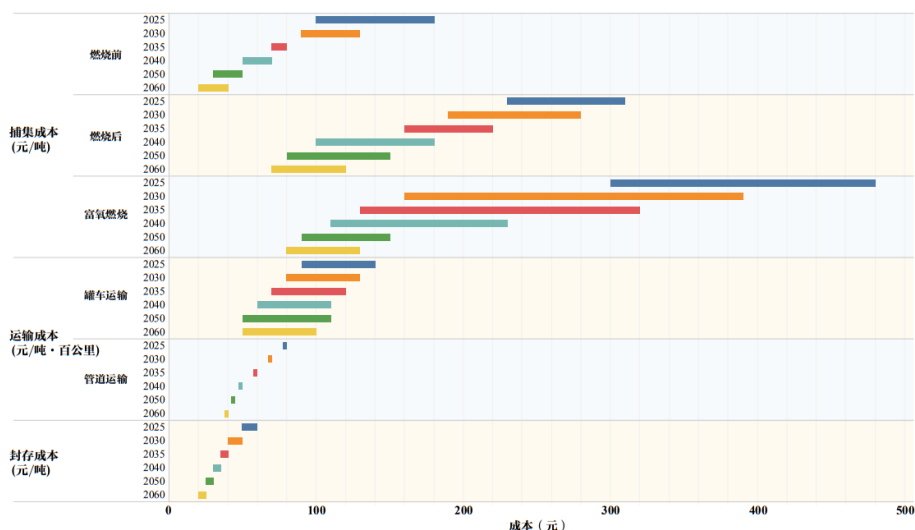


图 12 中国 2025—2060 年 CCUS 技术成本

数据来源：生态环境部环境规划院《中国二氧化碳捕集利用与封存（CCUS）年度报告（2021）》，财通证券研究所

公司深耕 CCUS 技术核心设备,服务于多项示范项目。作为 CCUS 核心动力设备,

冰轮螺杆压缩机现已成功应用在油田伴生气、合成氨、沼气提纯、天然气处理、烟道气及干冰生产的二氧化碳尾气捕集回收中。工艺气体螺杆压缩机适用于各种捕集方法回收的 CO₂ 原料气的增压液化项目。比如，冰轮环境为国家能源集团国华锦界电厂燃烧后 CO₂ 捕集与封存全流程示范项目提供了核心设备气体均压机组和 CO₂ 液化机组；冰轮环境助力长庆油田黄 3 区 CO₂ 驱(CCUS)国家示范工程,提供螺杆 CO₂ 压缩机、CO₂ 冷却螺杆压缩冷凝机组等。目前，冰轮所服务的二氧化碳增压液化项目累计降碳达 800 万吨/年，承建的二氧化碳制冷项目累计降碳 370 万吨/年。

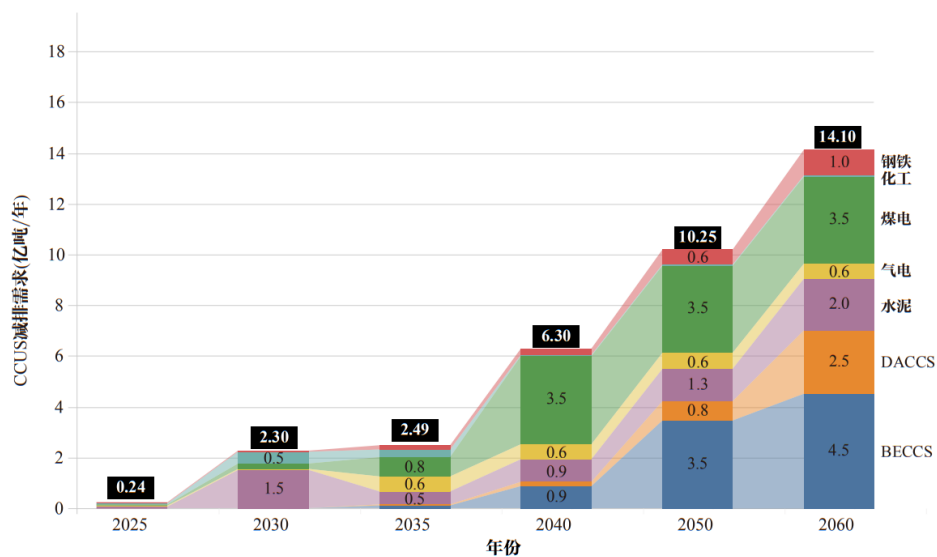
表5.公司 CCUS 技术核心设备

	应用	产品
CCUS 捕集	冰轮环境的工艺气体螺杆压缩机适用于各种捕集方法回收的 CO ₂ 原料气的增压液化项目，作为核心设备运用于多个国家级的 CCUS 示范项目，生产出的二氧化碳产品（气体、液体、干冰）可达到国家关于工业级、食品级二氧化碳的相关标准。	 螺杆二氧化碳压缩机组
CCUS 利用	自 2005 年始，冰轮环境在国内率先进行自然工质 CO ₂ 的应用开发，并获得联合国多边基金的支持，先后承担并完成了生态环境部“冷冻冷藏用 NH ₃ /CO ₂ 复叠制冷系统替代 HCFC-22”及“NH ₃ /CO ₂ 载冷剂制冷系统替代 R22 螺杆单级制冷系统”两期示范项目。	 NH₃/CO₂ 复叠制冷系统 安全 环保 节能

数据来源：公司微信公众号，财通证券研究所

立足“双碳”，国内 CCUS 需求迎来增长期。2021 年中国 CCUS 报告预计 2030-2060 年，中国 CCUS 减排需求为 0.2~4.08 亿吨/6~14.5 亿吨/10~18.2 亿吨。迄今为止，公司已具备该领域核心的设备的研发和制造技术，且产品应用在多 CCUS 项目中，已经得到市场验证及高度认可。展望未来，随着双碳目标下各行业对碳捕集需求的增加，公司用于碳捕集的二氧化碳加压和液化机组有望加速放量，成为公司新成长极。

图44.我国各行业 CCUS 减排贡献需求（亿吨/年）



数据来源：生态环境部环境规划院《中国二氧化碳捕集利用与封存（CCUS）年度报告（2021）》，财通证券研究所

4 盈利预测

4.1 盈利预测

核心假设：

(1) 工商业制冷：2022 年以来，随着冷链物流行业景气度提升，以及工业制冷业务快速拓展，假定公司 2023 年工商业制冷板块增速达到 34%，2024-25 年收入增速 33%/34%。冷链物流业务由于存在部分 EPC，毛利率偏低，随着工业制冷板块的扩张，以及氢能 and CCUS 业务的增长，预计公司未来毛利率有较大提升，23-25 年分别为 22.67%、23.49%、24.70%。

(2) 中央空调和节能制热：中央空调行业整体规模呈波动趋势，结构性变化明显，以数据中心为主的轨交、电子厂房等细分市场蓬勃发展，公司在这些领域具有优势。我国中央空调市场规模短期波动不改，长期稳定。随着未来国内居民对空调的消费需求持续上涨，中央空调市场规模整体稳步上升，毛利率有望大体稳定。假定公司 23-25 年营收增速为 15%，毛利率维持在 26%。华源泰盟为节能制热经营主体，过去几年毛利率维持在 30%+，且预期 2023 年碳酸锂价格逐渐回归平稳，因此预计未来公司会保持 30%的毛利水平。假定公司 2023-25 年节能制热业务增速保持 15%，毛利率保持 30%。

预计公司 2023-25 年总收入将达到 77.49、98.48、126.36 亿元，归母净利润 6.40、8.32、10.63 亿元。

表6.公司盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
工商业制冷					
收入（亿元）	33.37	37.83	50.82	67.81	91.10
增速	60%	16%	34%	33%	34%
毛利率	19.65%	21.29%	22.67%	23.49%	24.70%
中央空调					
收入（亿元）	15.07	17.09	19.65	22.60	25.99
增速	10%	13%	15%	15%	15%
毛利率	27.00%	26.50%	26.00%	26.00%	26.00%
节能制热					
收入（亿元）	5.38	6.10	7.02	8.07	9.28
增速	21%	13%	15%	15%	15%
毛利率	31.05%	28.11%	30%	30%	30%
总收入（亿元）	53.83	61.02	77.49	98.48	126.36
毛利润（亿元）	11.82	13.85	18.74	24.23	32.04
净利率	5.83%	6.93%	8.26%	8.45%	8.41%
归母净利润（亿元）	3.01	4.26	6.40	8.32	10.63

数据来源：公司年报，财通证券研究所

4.2 可比公司估值

我们预计公司 2023-2025 年合计实现营业收入 77.49、98.48、126.36 亿元，归母净利润 6.40、8.32、10.63 亿元，对应 8 月 17 日 PE 分别为 19.27、14.82、11.59 倍。

冰山冷热是国内最大的工业制冷设备生产企业之一，致力于发展工业制冷、食品冷冻冷藏、中央及商用空调、制冷部件等，覆盖了制冷产业链的关键领域，在冷冻冷藏设备和工业制冷方面与公司形成竞争关系；开山股份是重要的压缩机专业公司，主营压缩机和热新能源板块。压缩机主要产品为活塞压缩机、螺杆压缩机等，其压缩机业务与公司相似；汉钟精机主营压缩机设备，螺杆式制冷压缩机、空气压缩机、离心机等产品的制造，在中央空调领域竞争力较强，与公司业务相似。因此选取冰山冷热、开山股份、汉钟精机作为可比公司，对应 2023-2025 年平均 PE 为 26.99、16.30、11.97 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表7.可比公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (2023-08-17)	PE		
				2023E	2024E	2025E
000530.SZ	冰山冷热	36.42	5.44	41.33	18.92	12.31
300257.SZ	开山股份	133.45	13.43	22.11	15.91	-
002158.SZ	汉钟精机	131.01	24.50	17.54	14.08	11.63
	平均			26.99	16.30	11.97
000811.SZ	冰轮环境	124.41	16.68	19.27	14.82	11.59

数据来源：历史数据来自 WIND，可比公司数据来自 WIND 一致预期（2023/8/17），财通证券研究所

5 风险提示

（1）冷链物流基础设施建设进展不及预期：我国冷链基础设施薄弱，专业化水平不高，新型冷链物流信息化技术仍处在探索推广阶段。冷库建设容易受到商业企业投资计划、融资约束等条件影响，并存在一定周期性，若冷链物流基础设施建设进展不及预期，公司可能面临主业增速放缓的风险。

（2）工业制冷市场竞争加剧：工业制冷设备市场空间大，利润高，随着行业景气度提升，竞争程度不断增加，可能会面临盈利受到影响的风险。

（3）氢能下游需求开展不及预期：氢能产业还未迎来规模化，核心环节降本还未突破，可能面临需求开展不及预期的风险。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5383.48	6101.67	7749.00	9848.00	12636.00	成长性					
减:营业成本	4201.33	4717.24	5909.00	7466.00	9524.00	营业收入增长率	33.1%	13.3%	27.0%	27.1%	28.3%
营业税费	32.83	37.57	38.75	49.24	63.18	营业利润增长率	33.6%	31.8%	54.7%	30.0%	27.8%
销售费用	433.75	537.18	650.14	817.38	1032.36	净利润增长率	35.2%	41.5%	50.3%	30.0%	27.8%
管理费用	245.48	278.10	340.96	417.56	530.71	EBITDA 增长率	36.1%	-4.7%	107.6%	27.1%	25.5%
研发费用	189.85	225.79	278.96	344.68	416.99	EBIT 增长率	29.4%	-7.2%	159.0%	30.0%	27.8%
财务费用	23.13	-27.15	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	32.8%	-6.3%	155.0%	30.0%	27.8%
资产减值损失	-19.18	-11.26	-14.00	-16.00	-20.00	投资资本增长率	10.2%	3.8%	7.3%	12.6%	14.3%
加:公允价值变动收益	10.15	-10.88	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	10.7%	6.6%	8.9%	14.5%	16.1%
投资和汇兑收益	74.46	159.78	193.73	187.11	132.68	利润率					
营业利润	348.70	459.51	710.92	924.25	1181.44	毛利率	22.0%	22.7%	23.7%	24.2%	24.6%
加:营业外净收支	-1.88	2.87	0.00	0.00	0.00	营业利润率	6.5%	7.5%	9.2%	9.4%	9.3%
利润总额	346.82	462.38	710.92	924.25	1181.44	净利率	5.8%	6.9%	8.3%	8.4%	8.4%
减:所得税	32.76	39.69	71.09	92.43	118.14	EBITDA/营业收入	8.3%	7.0%	11.4%	11.4%	11.2%
净利润	300.85	425.82	639.83	831.83	1063.29	EBIT/营业收入	5.5%	4.5%	9.2%	9.4%	9.3%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	1659.88	2257.80	2649.98	3465.47	4650.58	固定资产周转天数	68	68	61	54	47
交易性金融资产	974.80	622.16	772.16	972.16	1222.16	流动营业资本周转天数	37	12	-13	-14	-16
应收账款	1252.36	1479.08	1937.25	2571.42	3369.60	流动资产周转天数	354	380	359	360	367
应收票据	220.86	292.29	387.45	492.40	631.80	应收账款周转天数	76	81	79	82	85
预付账款	137.75	254.96	295.45	373.30	476.20	存货周转天数	80	98	98	97	97
存货	1148.18	1424.57	1791.53	2251.28	2860.11	总资产周转天数	604	612	548	514	491
其他流动资产	79.66	54.35	74.35	104.35	144.35	投资资本周转天数	379	357	297	257	227
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	6.3%	8.6%	11.8%	13.3%	14.6%
长期股权投资	334.76	351.53	368.30	385.07	401.84	ROA	3.0%	3.9%	5.0%	5.4%	5.6%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	4.5%	4.1%	9.7%	11.2%	12.5%
固定资产	1083.81	1230.69	1400.16	1555.93	1728.76	费用率					
在建工程	73.74	112.86	56.43	28.22	14.11	销售费用率	8.1%	8.8%	8.4%	8.3%	8.2%
无形资产	179.10	222.48	242.48	252.48	252.48	管理费用率	4.6%	4.6%	4.4%	4.2%	4.2%
其他非流动资产	29.71	26.96	35.46	35.46	35.46	财务费用率	0.4%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	9863.85	10892.16	12719.03	15415.56	19065.81	三费/营业收入	13.0%	12.9%	12.8%	12.5%	12.4%
短期债务	527.42	418.45	418.45	418.45	418.45	偿债能力					
应付账款	1203.20	1542.00	1969.67	2592.36	3492.13	资产负债率	49.8%	51.5%	54.8%	57.3%	59.9%
应付票据	834.04	850.65	1116.14	1451.72	1904.80	资产权益比	99.0%	106.1%	121.0%	134.0%	149.2%
其他流动负债	303.23	383.90	533.90	753.90	1053.90	流动比率	1.43	1.30	1.29	1.31	1.32
长期借款	389.47	11.47	11.47	11.47	11.47	速动比率	1.03	0.91	0.90	0.92	0.93
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	7.64	7.14	—	—	—
负债总额	4908.13	5608.38	6964.14	8828.84	11415.80	分红指标					
少数股东权益	200.08	344.43	344.43	344.43	344.43	DPS(元)	0.20	0.20	0.00	0.00	0.00
股本	745.84	745.84	745.84	745.84	745.84	分红比率					
留存收益	3169.85	3490.67	3973.67	4805.50	5868.80	股息收益率	1.3%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	4955.73	5283.78	5754.89	6586.72	7650.01	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.40	0.57	0.86	1.12	1.43
净利润	300.85	425.82	639.83	831.83	1063.29	BVPS(元)	6.38	6.62	7.25	8.37	9.80
加:折旧和摊销	152.05	152.19	174.96	201.45	231.27	PE(X)	38.5	19.5	19.3	14.8	11.6
资产减值准备	-40.82	69.32	14.00	16.00	20.00	PB(X)	2.4	1.7	2.3	2.0	1.7
公允价值变动损失	-10.15	10.88	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	35.28	38.44	0.00	0.00	0.00	P/S	2.1	1.4	1.6	1.3	1.0
投资收益	-74.46	-159.78	-193.73	-187.11	-132.68	EV/EBITDA	24.1	16.2	11.9	8.6	6.0
少数股东损益	13.21	-3.12	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	84.34	111.62	222.87	302.99	507.31	PEG	1.1	0.5	0.4	0.5	0.4
经营活动产生现金流量	460.06	641.88	856.00	1165.15	1689.20	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-415.88	348.56	-271.55	-349.66	-504.09	REP					
融资活动产生现金流量	-27.25	-251.92	-184.62	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。