

温控龙头 乘风而起

——英维克 (002837.SZ)

通信行业/通信设备

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

公司是国内技术领先的精密温控龙头，聚焦精密温控节能产品和解决方案，受益于整个行业高度景气，公司历年营业收入和归母净利润保持高速增长。

- 公司基本面优秀，管理团队有着丰富的行业经验，重视技术积累和自主研发能力，研发投入逐年增长，研发费用率从2017年的4.19%增长至2020年的6.81%，增长超过3倍。
- 公司近三年的毛利率维持在35%左右，随着公司持续拓展更多应用场景，技术平台得到复用，规模效应愈发显著，未来毛利率有望进一步提升。

多元化布局业务，各项业务全面发力。目前公司已经全面布局了机房温控节能设备、户外机柜温控节能设备、轨道交通列车空调及服务、新能源车用空调四大主要业务板块。

- 云计算快速发展带动数据中心投资建设，数据中心耗电量巨大，节能存在较大优化空间。**国家推动数据中心绿色节能发展，支持数据中心采用精密空调、液冷等节能技术，上游制冷温控行业有望持续受益。公司技术领先，产品线完整，多次中标三大运营商、腾讯、阿里等公司的数据中心项目，市场份额不断扩张，我们认为公司该项业务维持快速增长。
- 受5G新基建和储能拉动，机柜温控设备发展将迎来新机遇。**5G基站数量和功率均高于4G基站，对散热产品的需求更大。公司机柜散热产品在通信、储能等行业中保持领先地位，2021H1公司储能应用相关营业收入增长50%，我们认为受益于行业景气度，公司该项业务有望实现快速增长。
- 公司高瞻远瞩，全面拥抱新能源赛道。**随着国家推动整个新能源行业的高速发展，以及未来电动车成本不断下降，预计整个新能源客车的渗透率还有较大提升空间。公司不仅在电动客车空调领域坚持技术创新，而且加大对电动重卡等特种车辆以及压缩机等核心零部件的投入。
- 预计未来轨道交通空调市场规模将随城轨投资扩大持续提升。**公司全面进军轨交空调领域，业务快速发展，毛利率超过40%，保持较高水平。随着国家推动地铁等轨道交通的建设，整个行业的景气度有望打开公司增长的第二曲线，拉动整个公司业务的高速发展。
- 公司前瞻布局电子散热和液冷业务，拓展EBC居家空调新品类。**全新的业务模式有望为公司的发展带来新的机遇，强烈看好公司的长期成长性。

投资建议：预计公司2021-2023年实现归母净利润2.45/3.6/4.86亿元，对应EPS为0.76/1.12/1.51元/股。公司持续开拓新领域，储能温控产品增长强劲。公司PE历史均值为46.57倍。综合考虑历史均值、行业均值和公司龙头地位，我们给予公司2022年45倍PE，对应2022目标价50.4元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：5G网络、数据中心建设不及预期；客户拓展和订单获取不及预期；行业竞争加剧导致毛利率降低；原材料波动影响公司毛利率。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,337.54	1,703.34	2,278.15	3,042.22	3,938.14
增长率(%)	24.96%	27.35%	33.75%	33.54%	29.45%
归母净利润(百万元)	160.10	181.68	245.17	360.31	485.65
增长率(%)	48.52%	13.48%	34.94%	46.96%	34.79%
净资产收益率(%)	12.87%	12.94%	15.13%	18.71%	20.72%
每股收益(元)	0.76	0.57	0.76	1.12	1.51
PE	53.80	71.74	53.74	36.57	27.13
PB	7.06	9.38	8.13	6.84	5.62

资料来源：公司财报，申港证券研究所

评级

买入(首次)

2022年1月18日

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号：S1660519040001

caoxute@shgsec.com

交易数据

时间 2022.01.18

总市值/流通市值(亿元)	134/103
总股本(万股)	33432
资产负债率	46.47%
每股净资产(元)	5.39
收盘价(元)	38.83
一年内最低价/最高(元)	16.71/50.72



公司股价表现走势图

资料来源：wind, 申港证券研究所

内容目录

1. 技术领先的精密温控龙头	4
1.1 公司股权架构稳定	4
1.2 管理团队经验丰富	4
1.3 营收和利润高速增长	5
1.4 公司重视研发投入	5
1.5 业务多元化布局 产品毛利率稳定	6
2. 数据中心高速发展提振精密温控需求	7
2.1 数据中心耗电量巨大 国家推动绿色节能发展	7
2.2 公司机房温控业务高速增长	10
3. 机柜温控设备发展迎来新机遇	11
3.1 5G 新基建带动温控节能设备需求提升	11
3.2 储能提升机柜温控设备市场空间	12
3.3 公司深度布局该项业务 有望实现量价齐升	12
4. 复用技术平台 享受新能源赛道红利	13
4.1 新能源市场火爆	13
4.2 紧抓历史机遇 全面进军新能源赛道	14
5. 搭乘国内轨交系统投资之风	15
5.1 国内轨道交通投资规模大幅提升	15
5.2 布局轨交空调业务 寻找公司增长的新动能	16
6. 前瞻布局电子散热和液冷业务	17
6.1 电子散热业务构建公司增长新引擎	17
6.2 EBC 消毒空调带来增长新机遇	18
7. 盈利预测与投资建议	18
7.1 盈利预测	18
7.2 投资建议	19
8. 风险提示	20

图表目录

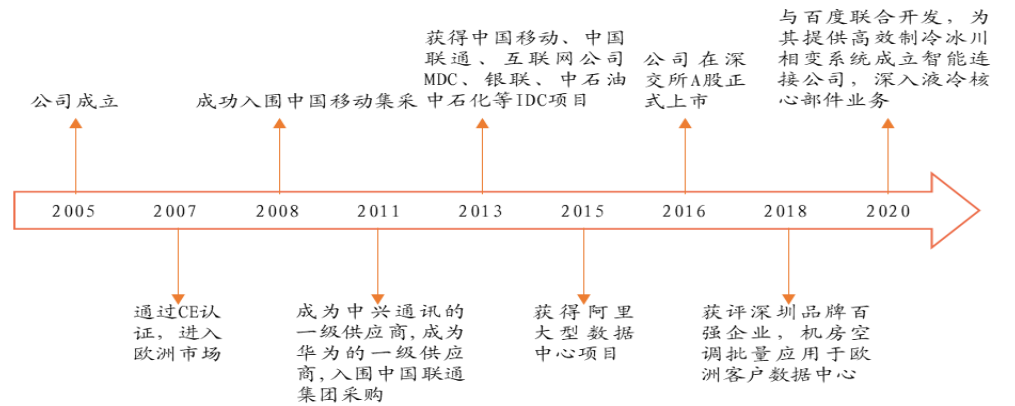
图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权架构	4
图 3: 公司历年营收情况	5
图 4: 公司历年归母净利润情况	5
图 5: 公司历年研发支出情况	6
图 6: 公司历年三费情况	6
图 7: 公司各产品线营收比例	7
图 8: 公司各项业务毛利率水平	7
图 9: 全球云计算市场规模	8
图 10: 全球超大规模数据中心数量	8
图 11: 2020 年中国数据中心运营成本拆分	8
图 12: 全球数据中心单机柜平均功率密度	9
图 13: 中国数据中心耗电量及增速	9
图 14: 全球数据中心 PUE 均值	9
图 15: 公司机房温控节能设备历年营收	11
图 16: 中国各类型发电装机容量 (万千瓦时)	12
图 17: 中国新能源电力装机容量比重	12
图 18: 公司户外机柜温控节能设备历年营收	13
图 19: 国内新能源客车历年产量	14
图 20: 国内新能源客车历年产量占比	14
图 21: 公司的纯电动客车专用空调	14
图 22: 新能源客车专用空调历年营收	15
图 23: 2016-2020 年国内城市轨道交通投资规模	16
图 24: 2016-2020 年国内城市轨道交通累计运营里程	16
图 25: 轨道交通列车空调及服务业务历年营收	17
图 26: 公司上市以来市盈率 PE(TTM)变动情况	20
表 1: 公司管理层简介	5
表 2: 国内 PUE 指标要求政策一览	9
表 3: 4G 和 5G 基站功耗对比	12
表 4: 公司细分业务盈利预测	19
表 5: PE 估值法	20

表 6: 公司盈利预测表..... 21

1. 技术领先的精密温控龙头

厚积薄发，打造技术领先的精密温控龙头。公司成立于 2005 年，公司于 2016 年成功在深交所上市，是国内领先的精密温控节能产品和解决方案提供商。公司技术领先，注重产品研发，致力于为云计算数据中心、服务器机房、通信网络、电力电网、储能系统、电源转换等领域提供设备散热解决方案，为客车、重卡、冷藏车、地铁等车辆提供相关车用的空调、冷机等产品及服务，并为人居健康空气环境推出系列的空气环境机。

图1：公司发展历程

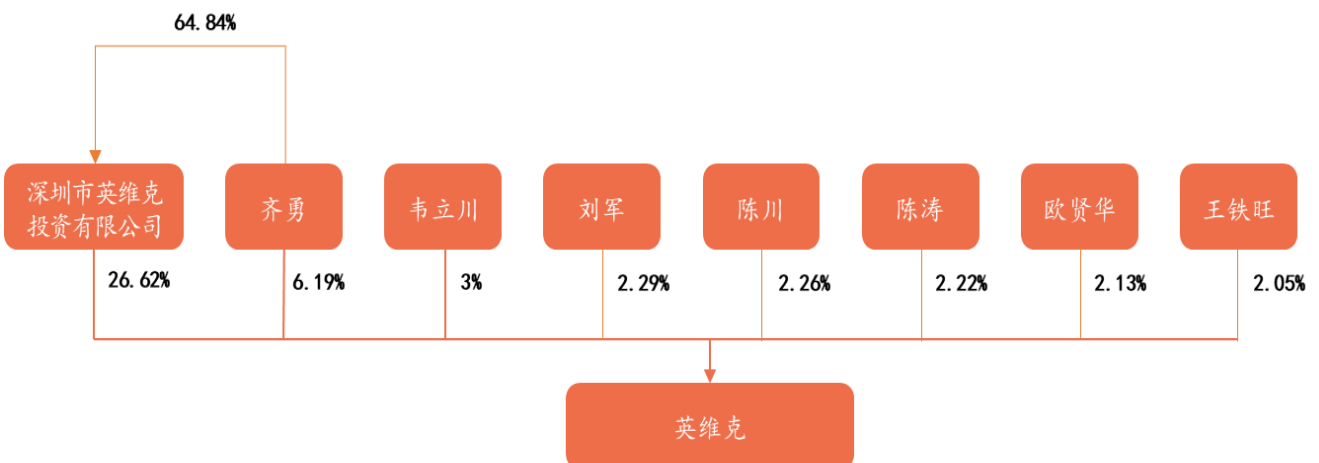


资料来源：wind，申港证券研究所

1.1 公司股权架构稳定

公司实控人持股比例较高，股权架构稳定。公司的实际控制人为董事长齐勇先生，直接持股 6.19%，通过深圳市英维克投资有限公司间接持股 26.62%，合计持股比例为 32.81%。

图2：公司股权架构



资料来源：wind，申港证券研究所

1.2 管理团队经验丰富

公司管理团队有着深厚的行业背景，管理经验丰富，并持有公司股份，与公司发展深度绑定。多名核心高管曾就职于华为、艾默生等知名企业，对于本行业的发展

展趋势有着深刻的理解。

表1: 公司管理层简介

姓名	职务	背景
齐勇	董事长、总经理	曾就职于内蒙古包头钢铁公司, 并在华为电气、艾默生等大型跨国企业任职多年, 具有丰富的企业经营管理经验, 对本行业的发展趋势有深刻的理解。
韦立川	董事	曾供职于广东美的、艾默生; 现任公司董事、新技术研究部总监。
欧贤华	董事、副总经理、董事会秘书	曾供职于东莞新科电子、华为电气、艾默生、国成投资。
方天亮	董事、财务总监	先后任职于湖北建设银行、中电通信科技有限公司、广东金融学院、海南瑞泽新型建材股份有限公司独立董事、珠海飞扬新材料股份有限公司独立董事。
邢洁	董事	曾供职于内蒙古包头市青山区宣传部、香港希士利有限公司深圳代表处
朱晓鸥	董事	曾供职于深圳创新投资集团有限公司、粤海集团; 现任上海乘原乘鸿股权投资管理有限公司董事、公司董事等多项职务
吴刚	副总经理、研发部总监	曾供职于大冷王运输制冷, 格力电器, 艾默生
刘军	监事会主席	曾任职于广东美的, 现任公司监事会主席、研发部站点产品线总监。

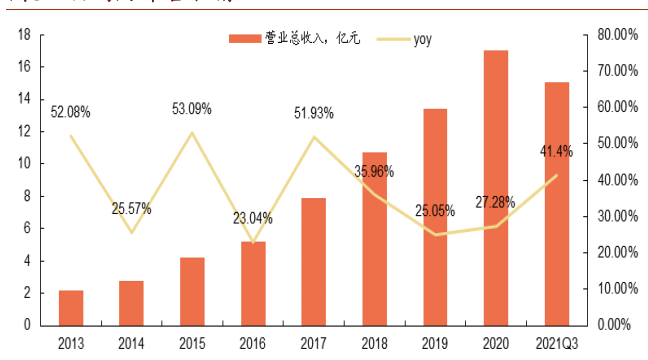
资料来源: 公司官网, 申港证券研究所

1.3 营收和利润高速增长

公司经营稳健, 营业收入和归母净利润保持高速增长, 盈利能力表现良好。

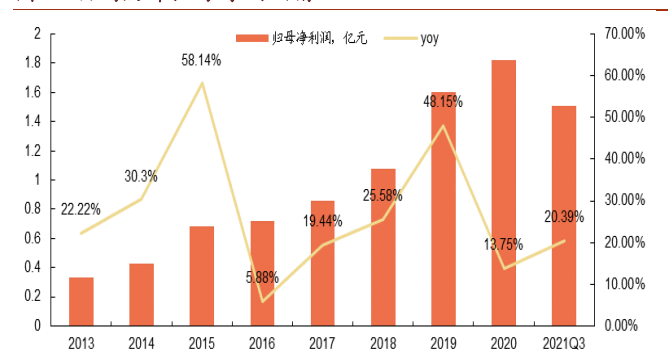
- ◆ 2013-2020 年营业收入的年复合增长率高达 34%。2021 年 Q3 实现营收 15.04 亿元, 同比增长 41.4%。主要是由于机房温控一些大项目验收确认, 以及应用于储能的机柜温控节能产品收入增长。
- ◆ 受益于整个行业的景气度, 2013-2020 年归母净利润的年复合增长率为 27.6%, 2021 年 Q3 公司实现归母净利润 1.51 亿元, 同比增长 20.39%。

图3: 公司历年营收情况



资料来源: wind, 申港证券研究所

图4: 公司历年归母净利润情况



资料来源: wind, 申港证券研究所

1.4 公司重视研发投入

公司重视技术积累和自主研发能力, 研发投入逐年增长, 专利数量持续增加。

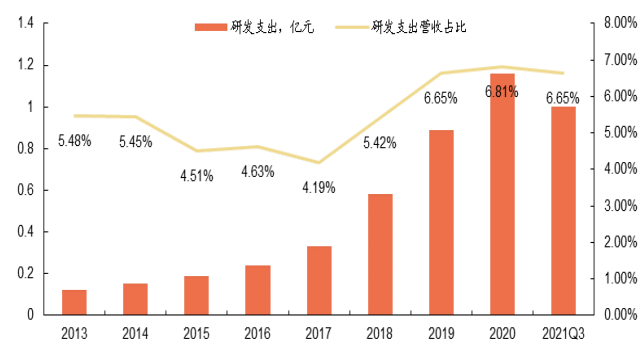
- ◆ 研发费用从 2013 年的 0.12 亿元增长至 2020 年的 1.16 亿元, 2021Q3 公司研发

支出达到 1 亿元，占营业收入的比例为 6.65%，截至到 2020 年末，公司拥有研发人员 853 人，占公司员工比例为 36.34%。

- ◆ 公司参与多项国内外标准规范的编写，分别在深圳、北京设立了英维克新技术研究院，截止 2020 年末，公司共获得软件著作权 67 项、专利权 380 项，其中发明专利 32 项。

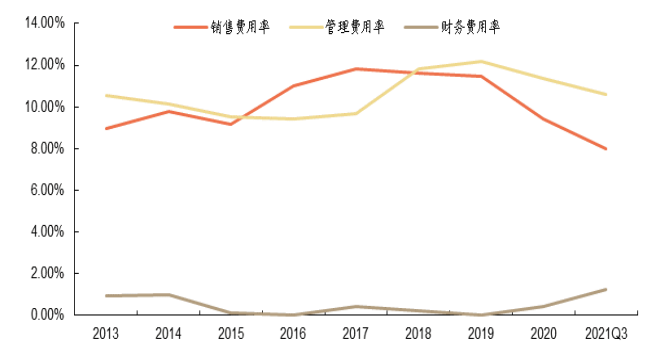
公司成本控制良好，三费比例控制在一定范围之内。随着公司整体营收的提升，销售费用率自 2017 年开始呈逐年下降的趋势。管理费用率和财务费用率控制在一定范围之内，公司 2021Q3 财务费用率有小幅增长，主要原因系融资费用增加和利息收入减少所致。

图5：公司历年研发支出情况



资料来源：wind，申港证券研究所

图6：公司历年三费情况



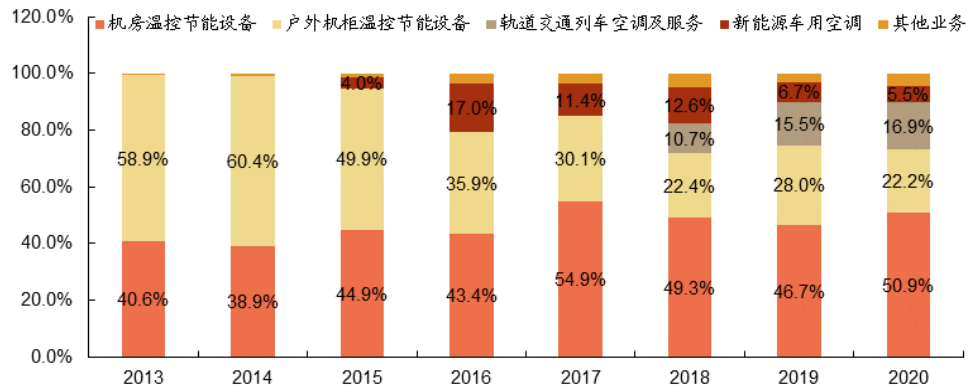
资料来源：wind，申港证券研究所

1.5 业务多元化布局 产品毛利率稳定

公司目前已经布局了机房温控节能设备、户外机柜温控节能设备、轨道交通列车空调及服务、新能源车用空调四大主要业务板块。

- ◆ 公司第一大业务为机房温控节能设备，2020 年占比超过了 50%，主要用于数据中心、通信机房、高精度实验室等领域。
- ◆ 公司的机柜温控节能产品主要针对无线通信基站、智能电网输配电设备柜、储能电站、电动汽车充电桩、ETC 门架系统等，公司在 2020 年推出系列的水冷机组并应用于国内外各种储能应用场景。
- ◆ 公司的客车空调主要是针对中、大型电动客车的电空调产品，包括在公交、通勤、旅运等具体的应用场合。
- ◆ 公司于 2018 年完成上海科泰的收购，进入轨道交通列车空调领域，增加了地铁列车空调及架修服务的业务，在上海地铁、苏州地铁的市场份额居前列，并拓展了郑州地铁、无锡地铁的新市场。

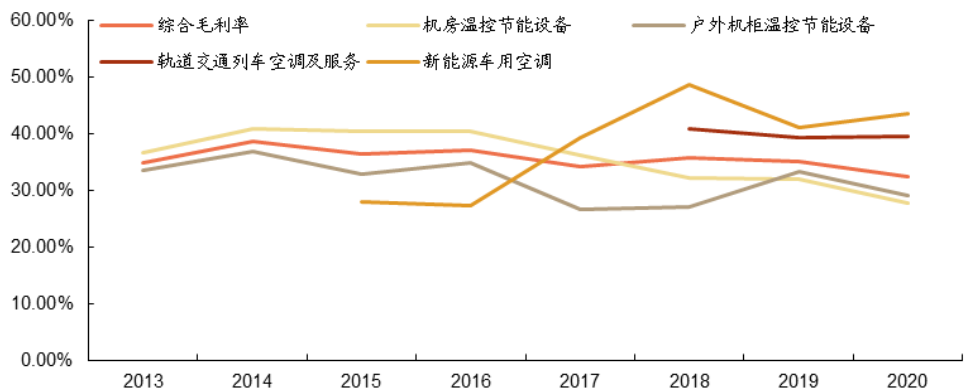
图7：公司各产品线营收比例



资料来源：wind，申港证券研究所

产品毛利率稳定，未来有望进一步提升。公司近三年的毛利率维持在 35%左右，其中新能源车用空调毛利率最高，超过了 40%，体现出了公司较强的产品实力和成本控制能力。

图8：公司各项业务毛利率水平



资料来源：wind，申港证券研究所

我们认为随着公司有着较强的成本控制能力，随着公司持续拓展更多应用场景，技术平台得到复用，规模效应愈发显著，公司未来毛利率有望进一步提升。

2. 数据中心高速发展提振精密温控需求

2.1 数据中心耗电量巨大 国家推动绿色节能发展

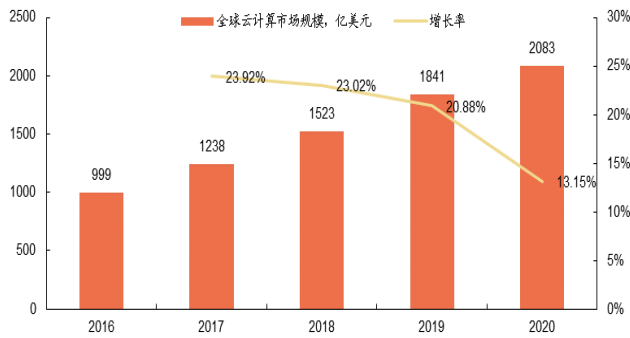
云计算行业飞速发展，带动数据中心整体投资建设。近年来云计算行业取得了令人瞩目的成绩，已经逐渐成长为万亿规模的巨大市场，为各个行业的数字化转型提供赋能。

全球云计算市场规模快速增长，超大规模数据中心数量不断增加。

- ◆ 全球云计算市场规模从 2016 年的 999 亿美元增长到 2020 年的 2083 亿美元，年均复合增长率达到 20.2%。
- ◆ 全球超大规模数据中心数量从 2015 年的 259 亿美元增长到 2020 年的 597 亿美元，年均复合增长率达到 18.2%。

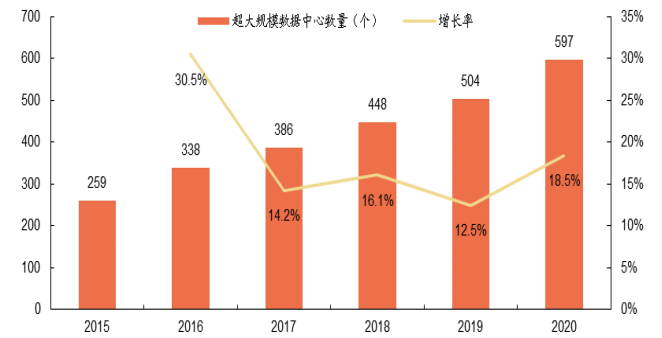
◆ 未来随着整个行业的快速发展，全球数据中心的规模有望得到进一步的提升。

图9：全球云计算市场规模



资料来源：Gartner，申港证券研究所

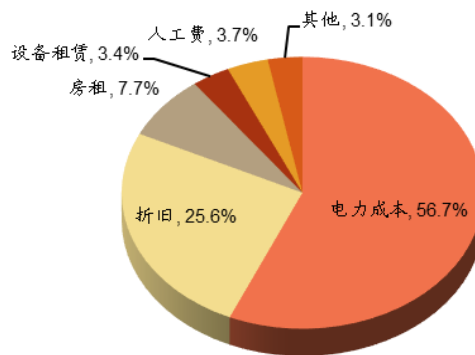
图10：全球超大规模数据中心数量



资料来源：Synergy Research，申港证券研究所

数据中心耗电量巨大，电力成本超过运营成本的 50%。据 Bloomberg 数据显示，2020 年我国数据中心后期运维成本中，电力成本、折旧及房租为前三大成本支出领域。电力成本仍为首要支出，占总运营成本的 56.7%。

图11：2020 年中国数据中心运营成本拆分

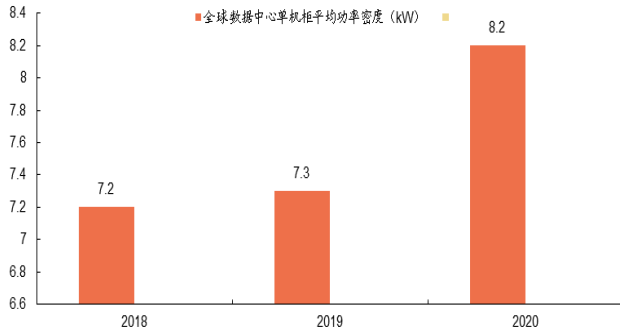


资料来源：Bloomberg，申港证券研究所

数据中心单机柜平均功率密度持续提高，整体耗电量不断提升。

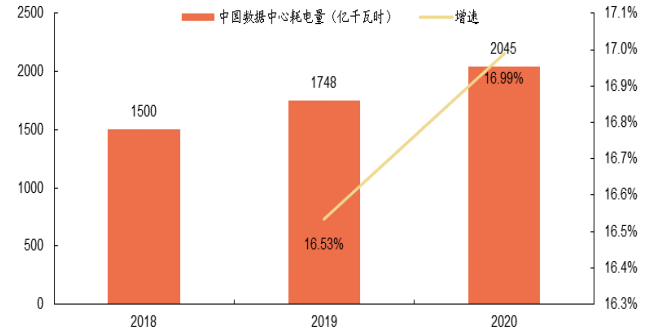
- ◆ 数据中心依赖大量电力设施，后期电力成本支出水平持续上升，能耗水平居高不下。传统 IDC 市场托管服务器需长时间运行，主流机柜能耗不断提高至 5-8kW，2020 年，全球数据中心单机柜平均功率密度达 8.2kW。
- ◆ 数据中心建设需配备大量基础设施，同时运行时要求空调等制冷设备实时供应冷能以保证数据中心散热水平，造成电能消耗量过高。
- ◆ 2018 年以来，中国数据中心耗电量日益上升，2020 年全国数据中心共耗电 2045 亿千瓦时，占全社会用电的 2.7%，且有进一步提升的趋势，数据中心节能降耗势在必行。

图12: 全球数据中心单机柜平均功率密度



资料来源: DataCenter Knowledge, 申港证券研究所

图13: 中国数据中心耗电量及增速

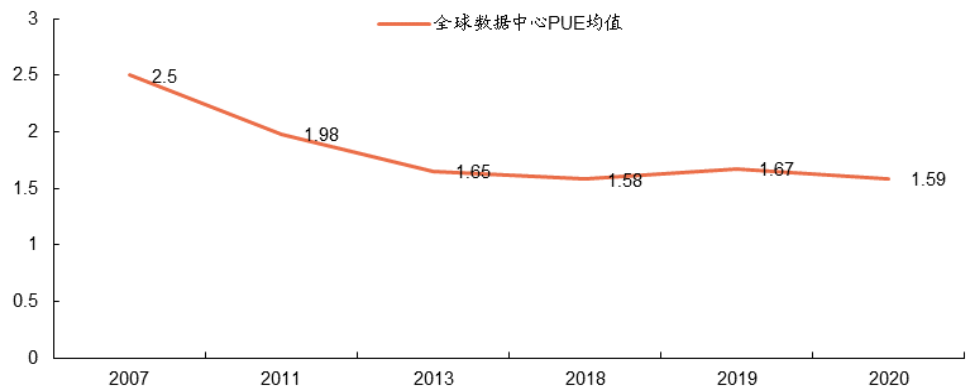


资料来源: 华经产业研究院, 申港证券研究所

数据中心 PUE 值逐年降低, 但仍有较大下降空间。

- ◆ 国际通行使用 PUE (电源使用效率) 作为数据中心电力使用效率衡量指标, 指代数据中心总设备能耗与 IT 设备能耗的比值, PUE 值越接近于 1 表示数据中心的绿色化程度越高。
- ◆ 根据 Uptime Institute 研究显示, 2007-2015 年, 全球数据中心平均 PUE 值逐步降低, 从 2007 年的 2.5 下降到 2020 年的 1.59, 但 PUE 值仍处于较高位置, 未来有进一步下降的空间。

图14: 全球数据中心 PUE 均值



资料来源: Uptime Institute, 申港证券研究所

国家推动数据中心绿色节能发展, 能耗指标管控成为重点。

- ◆ 国家逐步加大对数据中心能耗指标的管控工作。2017-2020 年, 工信部和地方政府针对数据中心 PUE 值标准控制进行多次发文, 要求行业整体把控制用成本, 提高能源使用效率。
- ◆ 2021 年 11 月, 工信部发布《关于“十四五”信息通信行业发展规划》, 要求到 2025 年, 新建大型和超大型数据中心 PUE 达到 1.3 以下。

表2: 国内 PUE 指标要求政策一览

地点	时间	政策	具体内容
工业和信息化部	2021.11	《关于“十四五”信息通信行业发展规划》	要求到 2025 年, 新建大型和超大型数据中心 PUE 达到 1.3 以下
工业和信息化部	2019.02	《关于加强绿色数据中心建设的指导意见》	要求到 2022 年, 新建大型、超大型数据中心 PUE 达到 1.4 以下
北京	2018.09	《北京市新增产业的禁止和	北京全市范围内禁止新建和扩建

地点	时间	政策	具体内容
		限制目录》(2018年版)	互联网数据服务中的数据中心(PUE值在1.4以下的云计算数据中心除外)
上海	2019.01	《关于加强本市互联网数据中心统筹建设的指导意见》	要求新建互联网数据中心PUE值严格控制在1.3以下,改建互联网数据中心PUE值严格控制在1.4以下
广东	2020.11	《广东省推进新型基础设施建设三年实施方案(2020—2022年)》	到2022年,全省数据中心平均上架率达65%,设计PUE值平均低于1.3
深圳	2019.04	《(深圳)关于数据中心节能审查有关事项的通知》	PUE1.4以上的数据中心不享有能源消费的支持;而PUE低于1.25的数据中心则可享受有能源消费量40%以上的支持
贵州	2018.06	《贵州省数据中心绿色化专项行动方案》	新建数据中心能效值低于1.4
山东	2020.03	《关于山东省数字基础设施建设的指导意见》	自2020年起,新建数据中心PUE值原则上不高于1.3
海南	2017.08	《海南省公共机构节约能源资源“十三五”规划》	对数据中心机房运行状态及电能使用效率(PUE)、运行环境参数进行监控,实施数据中心节能改造,改造后机房能耗平均降低8%以上,平均PUE值控制在1.6以下

资料来源:各政府网站,申港证券研究所

我们认为,在碳达峰碳中和的大背景下,国家对于数据中心的平均电能利用率提出了更高的要求,加快高能耗数据中心逐步改造、腾退、出清势在必行。与此同时国家支持数据中心采用精密空调、液冷等先进节能技术,降低相关能耗,推动相关制冷设备的升级改造,上游制冷温控行业有望持续受益,促进整个精密温控行业的快速发展。

2.2 公司机房温控业务高速增长

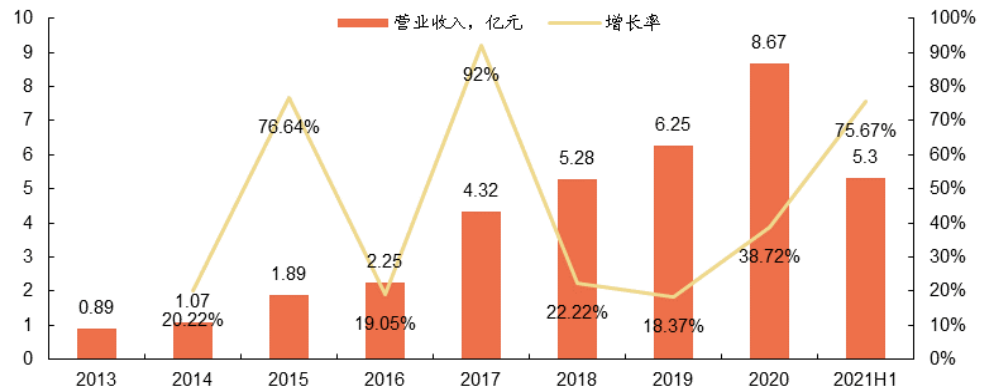
公司产品线完整,技术领先。公司的机房温控节能产品主要针对数据中心、服务器机房、通信机房、高精度实验室等领域,用于对设备机房或实验室空间的精密温湿度和洁净度的控制调节。

- ◆ 公司在2020年连续推出了包括蒸发冷却在内的多技术融合产品用于大型数据中心的高能效制冷: XEC高效复合蒸发冷却冷水系统、XMint高效蒸发复合多联空调系统、XSource蒸发冷集成冷源方案。
- ◆ 公司2020年末与合作伙伴联手获得中国移动新型末端集采项目的大份额、2021年一季度第一份额中标中国移动冷冻水型机房专用空调集采。
- ◆ 2021年5月大份额中标阿里巴巴数据中心冷冻水型精密空调项目、2021年6月中标“MCS北京马驹桥数据中心基础设施建设”的大型总包项目。
- ◆ 2021年5月和7月作为腾讯间接蒸发冷却机组主要供应商继续中标腾讯该产品的直采招标。
- ◆ 2021年7月大份额中标中国电信模块化DC舱的首次规模集采,这些重大项目的中标和后续交付,将为机房温控业务的后续营业收入提供坚实基础。

公司机房温控业务呈现高速增长。该项业务营收占比最高，达到了 50%左右，受益于整个行业的景气度，呈现出了高速增长的态势。

- ◆ 从 2013 年的 0.89 亿元增长到 2020 年的 8.67 亿元，年均复合增长率达到 38.43%，呈现高速增长态势。
- ◆ 2021 年 H1，公司该项业务收入达到 5.3 亿元，同比大幅增长 75.67%，主要是由于 2020 年四季度密集发货的一些大型项目在 2021 年二季度完成验收并实现收入确认。

图15：公司机房温控节能设备历年营收



资料来源：wind，申港证券研究所

我们认为，在整个行业的景气度带动之下，公司该项业务有望持续上行，实现快速发展，同时未来随着原材料成本得到控制，公司的毛利率有望得到进一步提升。

3. 机柜温控设备发展迎来新机遇

3.1 5G 新基建带动温控节能设备需求提升

基站规模建设带动温控节能设备需求，5G 所需基站数量高于 4G 基站。

- ◆ 3G 和 4G 基站的规模建设都直接带来了温控节能设备和散热产品的需求增长，拉动温控节能设备和散热产品市场进入景气周期。
- ◆ 由于 5G 基站比 4G 基站频率更高、覆盖半径更小，意味着覆盖同样的区域需要更多的基站支持，所以未来 5G 基站建设数量显著高于 4G 基站，5G 基站对温控节能设备和散热产品市场拉动作用会更显著。

5G 基站功率远高于 4G 基站，对散热产品的需求更大。

- ◆ 与 4G 基站相比，5G 基站的功率更高，5G 基站功耗约为 4G 基站功耗的 3 倍左右，因此 5G 基站对温控节能设备和散热产品的市场需求更大。
- ◆ 5G 基站能耗的大幅提升原因主要有两个：1) 天线数量增加，4G 基站天线形态基本是 4T4R 或者 8T8R，而目前 5G 基站一般使用 64T64R 的矩阵天线，天线数量的提升将大幅提升能耗；2) 5G 基站强大算法的支持需要用到高性能的 FPGA 及处理器，耗电量将显著提升。

表3: 4G 和 5G 基站功耗对比

负荷	中兴 4G (S333)	中兴 5G (S111)	中兴 5G/4G 能耗对比
100%	1045	3675	5G 约是 4G 的 3.5 倍
50%	995	2970	5G 约是 4G 的 3 倍
30%	949	2580	5G 约是 4G 的 2.7 倍
空载	837	2193	5G 约是 4G 的 2.6 倍

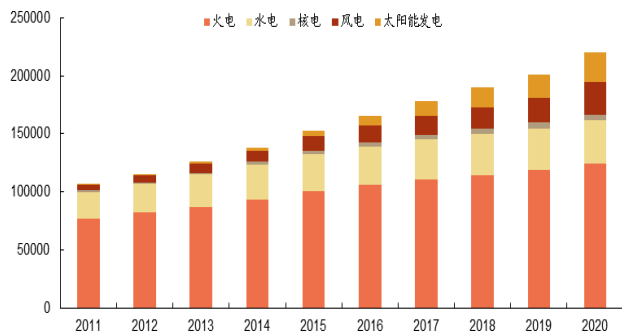
资料来源: C114 网, 申港证券研究所

3.2 储能提升机柜温控设备市场空间

碳中和概念下, 中国新能源发电装机总容量比重逐年提升, 且具有很大增长空间, 提振储能设备需求。

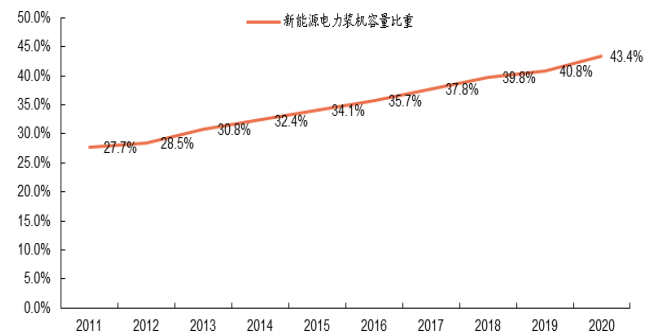
- ◆ 2020 年中国宣布“碳中和”目标: 力争 2030 年前二氧化碳排放达到峰值, 努力争取 2060 年前实现碳中和; 到 2030 年, 风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上。
- ◆ 根据中电联数据, 2020 年水电、核电、风电、光伏发电四项清洁发电装机容量合计 9.5 亿千瓦时, 占总装机容量比重为 43.4%, 近十年比重均保持增长。

图16: 中国各类型发电装机容量 (万千瓦时)



资料来源: 中电联, 申港证券研究所

图17: 中国新能源电力装机容量比重



资料来源: 中电联, 申港证券研究所

电化学储能是目前最具发展前景的储能技术, 与之对应配套的精准温控设备需求将迎来爆发性增长。

- ◆ 储能分为热储能、电储能和氢储能等, 其中电化学储能安装灵活, 应用范围更广, 是目前最具发展前景的储能技术。
- ◆ 由于电化学储能的核心在于电池, 电池模块及电池架内的热量要及时散出, 需要配套相应的温控系统, 否则会影响电池寿命, 因此电化学储能的产业增长将会提振储能温控行业需求。

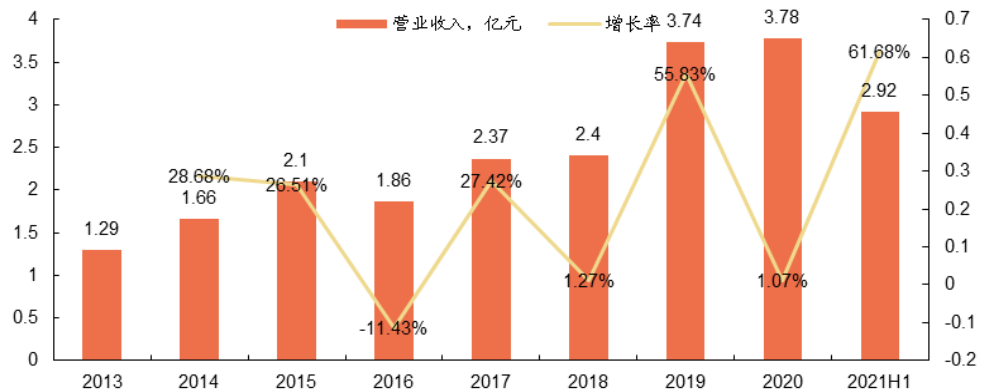
3.3 公司深度布局该项业务有望实现量价齐升

公司户外机柜温控节能设备业务呈现高速增长。受益于整个行业的景气度, 呈现出了高速增长的态势。

- ◆ 公司该项业务从 2013 年的 1.29 亿元增长到 2020 年的 3.78 亿元, 年均复合增长率达到 16.6%, 呈现高速增长态势。

- ◆ 2021 年 H1，公司该项业务收入达到 2.92 亿元，同比大幅增长 61.68%。2021 年 H1 受到 5G 建设进度整体偏慢的影响，来自通信行业的机柜温控业务同比下降。但随着公司来自国内外储能行业客户在手订单的陆续发货，机柜温控业务的整体营业收入较上年同期取得了高速的增长。
- ◆ 预计 2021 年全年的储能应用配套需求将持续旺盛，结合下半年的 5G 建设高峰，2021 年度公司的机柜温控业务有望取得高速增长，同时该业务的行业分布也将更加多元化。

图18：公司户外机柜温控节能设备历年营收



资料来源：wind，申港证券研究所

公司积极布局储能业务，提升储能业务的整体发展。

- ◆ 公司于 2020 年来自储能应用的营业收入近 1 亿元，2021 年 1-6 月储能应用相关营业收入约 1.5 亿元，实现持续的高速增长，在公司机柜温控业务的行业贡献显著提升。
- ◆ 公司储能客户包括比亚迪、宁德时代、海博思创、平高储能、科陆、阳光电源。
- ◆ 目前，公司储能温控系统已成熟应用在杭州未来科技城储能项目、国家电网三站合一示范项目、长沙电池储能站一期示范工程等国内外众多储能项目中。

我们认为，随着 5G 基站建设的推进和储能业务的发展，公司该项业务有望持续受益，带动公司整体业绩的发展。随着新能源装机量激增，对于储能的需求迅速提升，带动散热设备需求上行，成为近年重要增长点。

4. 复用技术平台 享受新能源赛道红利

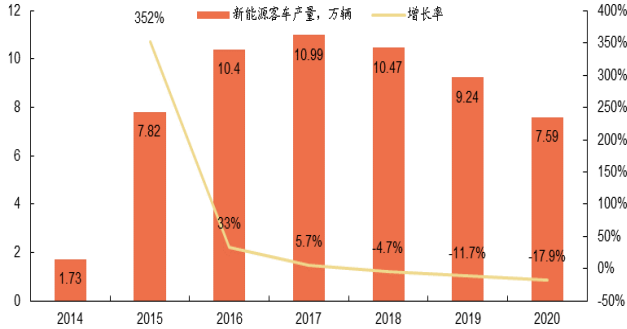
4.1 新能源市场火爆

国内新能源客车不断销量提升，但近年受到了退补政策的影响。

- ◆ 国内新能源客车的产量从 2014 年的 1.73 万辆增长到了 2017 年的 10.99 万辆，从 2017 年开始由于国家新能源领域退补政策的影响，产量和销量逐步下滑。2020 年新能源客车的产量为 7.59 万辆，同比减少 17.9%。
- ◆ 从渗透率方面来看，新能源客车渗透率从 2014 年的 3.3% 增长到了 2020 年的 17.5%，随着国家推动整个新能源行业的高速发展，整个新能源客车的渗透率还有很大的提升空间。

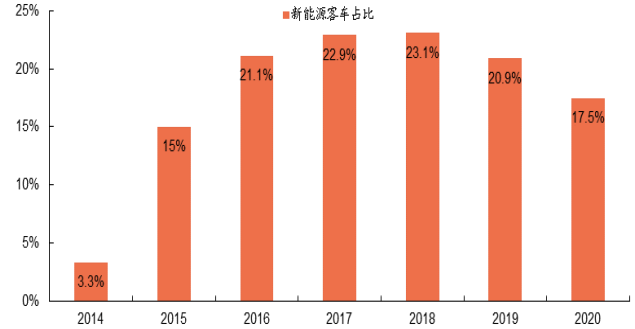
- ◆ 四部委联合发布新能源汽车 2020~2022 年财政补贴标准原则上为上一年基础上分别退坡 10%、20%、30%；城市公交等符合要求的车辆在上一年基础上分别为不退坡、退坡 10%、退坡 20%；地方可继续对新能源公交车给予购置补贴。补贴的退坡有负面影响，但造成电动客车销量连续下降的主要原因是公交车电动化比例已逐年提升，而且早期电动公交的更新高峰还未到来。

图19：国内新能源客车历年产量



资料来源：智研咨询，申港证券研究所

图20：国内新能源客车历年产量占比



资料来源：智研咨询，申港证券研究所

4.2 紧抓历史机遇 全面进军新能源赛道

公司高瞻远瞩，全力布局新能源赛道。为了抓住国家大力发展公共交通和推广新能源车的契机，扩大公司产品应用领域，公司于 2015 年 1 月 23 日设立子公司深圳科泰，专业从事新能源车用空调研发、生产和销售。

- ◆ 目前公司的客车空调主要是针对中、大型电动客车的电空调产品，包括在公交、通勤、旅运等具体的应用场合。通过将产品应用于比亚迪、申通、南龙、宇通等客车厂，公司的电动客车空调先后使用于上海、深圳、天津等中心城市，以及广州、重庆、南昌、海口等省会城市的公交集团。
- ◆ 公司在电动客车空调领域不断坚持技术创新，低温增焓热泵技术、电池 PACK 与车厢空调合并冷源等新技术在相关产品中得到规模化应用推广。
- ◆ 冷链运输车、重型卡车（牵引车、载货车、自卸车等）销量快速上升，且处于不同程度的电动化进程，提供了车用空调产品的迭代性需求机会。公司加大对电动重卡等特种电动车以及压缩机等电动车核心零部件的投入，期望在电动汽车领域有更广泛的产品组合和应用领域。

图21：公司的纯电动客车专用空调

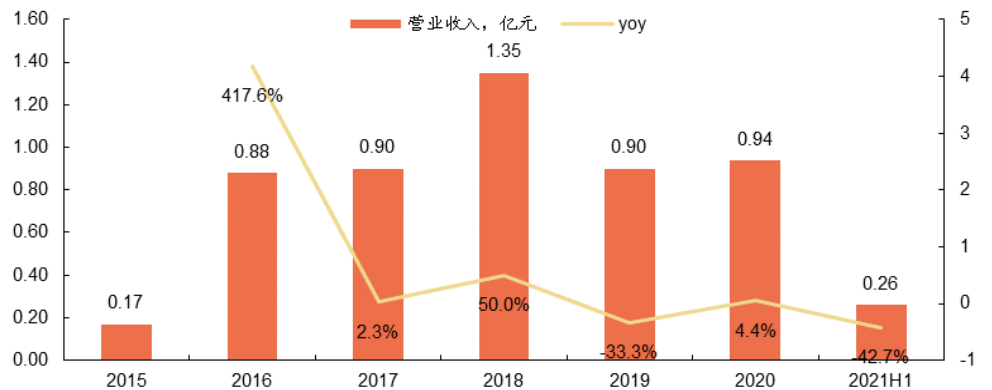


资料来源：公司官网，申港证券研究所

公司自 2015 年进军新能源客车专用空调领域，伴随着整个新能源行业的发展，业

务规模得到了较大提升，营业收入从 2015 年的 0.17 亿元增长到了 2020 年的 0.94 亿元，年均复合增长率达到 40.8%。2021 年 H1 该项业务营收达到 0.26 亿元，同比减少 42.7%。

图22：新能源客车专用空调历年营收



资料来源：wind，申港证券研究所

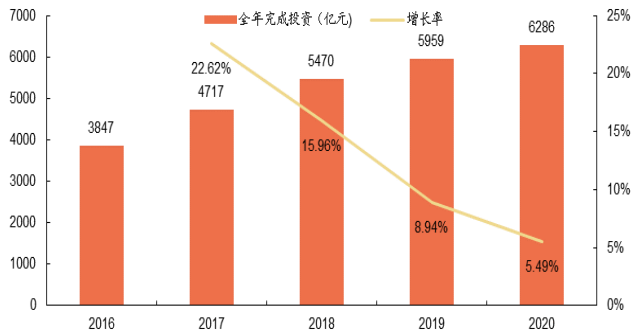
我们认为新能源车用空调作为新能源车核心“三电”之一，其对新能源车驾乘舒适性、续航里程提升具有重要作用。随着新能源车市场容量快速扩大以及对驾乘舒适性要求不断提高，新能源车用空调领域未来将呈较快发展态势，公司在该项业务的多年布局有望带动公司整体业绩的提升。

5. 搭乘国内轨交系统投资之风

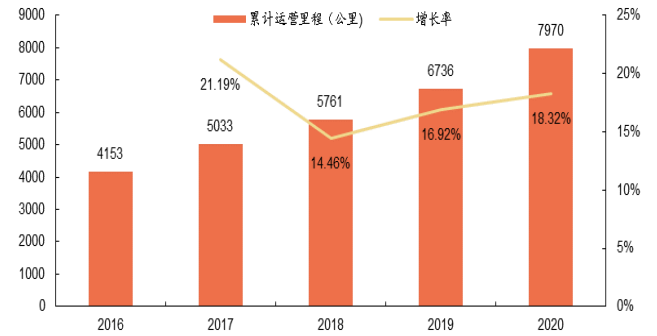
5.1 国内轨道交通投资规模大幅提升

轨道交通投资呈高速增长，城轨交通持续保持快速发展趋势。国家推动轨交新基建项目，大量城市获批新建轨交系统。截至 2020 年底，国内共有 57 个城市在建线路 297 条，在建线路总规模 6797.5 公里，在建项目的可研批复投资累计 45289 亿元。

- ◆ 国内城市轨道交通投资规模大幅提升，从 2016 年的 3847 亿元提升到了 2020 年的 6286 亿元，年复合增长率达到 13.06%。其中 2020 年车辆购置完成投资 426.9 亿元，占年度完成建设投资总额的 6.8%。
- ◆ 国内城市轨道交通累计运营里程快速增长，从 2016 年的 4153 公里增长到了 2020 年的 7970 公里，年复合增长率达到 17.7%，共有 45 个城市开通城轨交通运营线路 244 条。

图23: 2016-2020 年国内城市轨道交通投资规模


资料来源: 中国城市轨道交通协会, 申港证券研究所

图24: 2016-2020 年国内城市轨道交通累计运营里程


资料来源: 中国城市轨道交通协会, 申港证券研究所

5.2 布局轨交空调业务 寻找公司增长的新动能

公司收购上海科泰, 全面进军轨交空调领域。

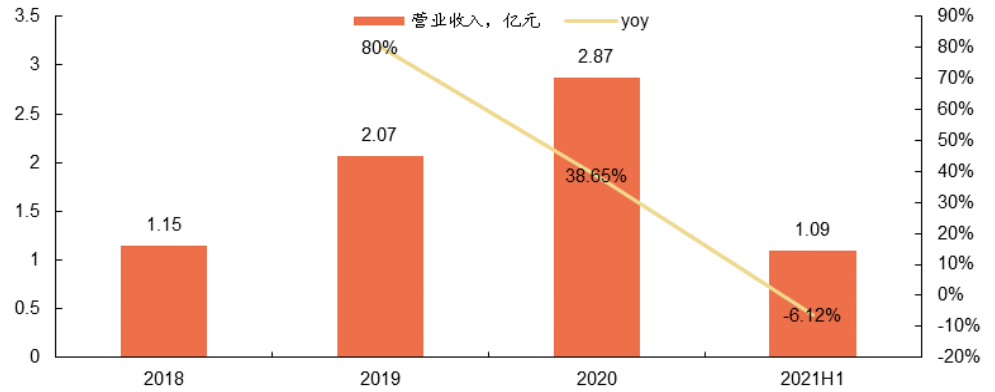
- ◆ 2018 年公司通过收购上海科泰进入了轨道交通列车空调的领域, 增加了地铁列车空调及架修服务的业务。
- ◆ 公司将列车空调产品销售给包括中车长客、中车浦镇、申通北车等主机厂, 最终使用于地铁公司用户单位。公司在上海地铁、苏州地铁的轨交列车空调市场份额居前列, 并拓展了郑州地铁、无锡地铁的新市场。
- ◆ 公司的地铁空调架修业务是国内最大的轨交空调维护平台之一, 累计维修量和维护时间亦居国内前列, 服务于上海、深圳、广州等地铁公司。

我们认为轻量化和节能是轨交空调技术发展的两大主题。对于轨交空调厂商的生产资质要求较高, 除了必须获得相应的产品认证与测试证书外, 还需要获得实际运行报告与用户单位的认可, 公司能提供高质量的产品和高效的服务, 具有明显的竞争力。

轨交业务快速发展, 毛利率保持较高水平。

- ◆ 公司的轨交空调及架修业务连续在 2019 年和 2020 年获得大幅增长, 2020 年营收达到 2.87 亿元, 同比增长 38.65%。
- ◆ 2021 年 H1 该项业务营收达到 1.09 亿元, 同比下降 6.12%, 毛利率为 42.03%, 同比增长 1.34%。营收下降的主要原因是所在城市的新建项目启动滞后、在手订单的执行受制于整机厂的需求节奏。

图25：轨道交通列车空调及服务业务历年营收



资料来源: wind, 申港证券研究所

我们认为，国内的城市轨道交通目前仍然处于高速扩张时期，轨道交通项目需要历经论证、规划、报批、建设等环节，项目投资金额较大，流程周期较长。随着国家推动地铁等轨道交通的建设，整个行业的景气度有望持续延续，公司在该行业的深度布局，有望打开公司增长的第二曲线，拉动整个公司业务的高速发展。

6. 前瞻布局电子散热和液冷业务

6.1 电子散热业务构建公司增长新引擎

电子行业的快速发展提升了热管理的复杂性，对热管理提出了更高的要求。

- ◆ 电子行业目前发展方向为应用技术高频化、集成化、模块化和智能化，高频化大幅地缩小了电气设备的体积及重量，但大大提升了功率密度及发热密度。
- ◆ 集成化将多个功能电路集成在一个通用模块进行标准化，降低了模块的成本、提升了使用的可靠性，但同时也对散热提出了更高的要求。
- ◆ 公司紧密跟踪电力电子行业发展最新动态，生产的电力电子散热产品广泛应用于光伏、风电、储能、变频等多项电力电子领域，提供高效可靠的热管理解决方案和产品，未来有望多点开花。

前瞻布局电子散热，构建散热全链条。

- ◆ 电子散热是公司的长期布局，之前一直在公司的研究院进行跟踪，2019 年开始公司加大了在制造、测试等方面的设备投资和人员投入，进入产品线层面展开进一步实施。
- ◆ 目前主要针对的应用领域是商用侧的设备散热模组，比如：高热服务器、大功率电力电子、无线射频单元等设备的散热。
- ◆ 电子散热是热源侧的传导和散热环节，未来将和公司的机柜温控、机房温控一起构建完整的散热全链条，为客户提供端到端的散热解决方案，构建公司业务的护城河。

6.2 EBC 消毒空调带来增长新机遇

布局 C 端业务，进军居家消毒空调领域。全球疫情的发生催生了相应需求，公司抓住客户需求，利用自身多年在该领域的积累，推出了自有品牌 EBC 英宝纯，是目前唯一可以实现一机四模控制系统的产品。

- ◆ EBC 移动式空气消毒净化机风量达 1200 立方/小时，适用于 150 m² 的大空间。通过紫光触媒及缓释胶囊双重杀菌，HEPA 滤网滤除飞沫气溶胶等传播介质，EBC 空气消毒净化机的流感病毒去除率达 99.76%。
- ◆ 产品可精确控制室内温度，降低二氧化碳浓度、保持氧气含量，消除 PM2.5 及甲醛，控制空气中细菌病毒的传播。
- ◆ 2021 年 2 月，公司向武汉、深圳医院捐赠了一批 EBC 空气环境机及 EBC 空气消毒净化机，目前，英维克空气消毒产品已在各医院正常运行。

我们认为，公司布局电子散热领域和 EBC 空调领域，全新的业务模式有望为公司的长期增长带来新的机遇，强烈看好公司的成长性。

7. 盈利预测与投资建议

7.1 盈利预测

机房温控业务：云计算飞速发展，带动数据中心整体投资建设，数据中心耗电量巨大，国家推动绿色节能发展，能耗指标管控成为重点，节能存在较大优化空间。机房温控业务是公司第一大业务领域，市场份额不断扩张，我们认为公司该项业务维持快速增长。我们预计 2021-2023 年公司该项业务营收同比增长 40%、35%、30%，毛利率为 27%、30%、32%。

机柜温控业务：5G 新基建带动温控节能设备需求提升，储能提升机柜温控设备市场空间。公司机柜散热产品在通信、储能等行业中保持领先地位，我们认为受益于行业景气度，公司该项业务有望实现快速增长。我们预计 2021-2023 年公司该项业务营收同比增长 60%、50%、40%，毛利率为 35.9%、35%、35%。

轨道交通空调业务：公司全面进军轨交空调领域，业务快速发展，毛利率保持较高水平。国家推动轨交新基建项目，大量城市获批新建轨交系统，预计未来轨道交通空调市场规模将随着城轨投资规模的扩大继续提升。我们预计 2021-2023 年公司该项业务营收同比增长 5%、5%、5%，毛利率分别为 35.9%/35%/39.5%。

客车空调业务：公司高瞻远瞩，全力布局新能源赛道。随着国家推动整个新能源行业的高速发展，以及未来电动车成本不断下降，预计整个新能源客车的渗透率还有较大提升空间，持续拉动新能源客车空调需求的提升。我们预计 2021-2023 年公司该项业务营收同比增长 30%、5%、5%，毛利率分别为 43%、43%、43%。

其他业务：公司前瞻布局电子散热和液冷业务，拓展 EBC 居家空调新品类，公司新业务有望迎来快速增长。我们预计 2021-2023 年公司该项业务营收同比增长 20%、20%、20%，毛利率分别为 60%、60%、60%。

表4: 公司细分业务盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
机房温控业务					
营业收入, 亿元	6.25	8.67	12.14	16.39	21.30
yoy	18.37%	38.72%	40%	35%	30%
业务成本	4.25	6.25	8.86	11.47	14.49
毛利率	32.02%	27.88%	27%	30%	32%
机柜温控业务					
营业收入, 亿元	3.74	3.78	6.05	9.07	12.70
yoy	55.83%	1.07%	60%	50%	40%
业务成本	2.49	2.68	3.88	5.90	8.26
毛利率	33.44%	29.16%	35.90%	35%	35%
轨道交通空调业务					
营业收入, 亿元	2.07	2.87	3.01	3.16	3.32
yoy	80%	38.65%	5%	5%	5%
业务成本	1.26	1.73	1.75	1.84	1.93
毛利率	39.36%	39.60%	42%	42%	42%
客车空调业务					
营业收入, 亿元	0.9	0.94	0.66	0.69	0.73
yoy	-33.30%	4.40%	-30%	5%	5%
业务成本	0.53	0.53	0.38	0.39	0.41
毛利率	41.20%	43.52%	43%	43%	43%
其他业务					
营业收入, 亿元	0.41	0.77	0.92	1.11	1.33
yoy	-22.64%	87.80%	20%	20%	20%
业务成本	0.15	0.31	0.37	0.44	0.53
毛利率	63.67%	59.32%	60%	60%	60%
合计					
收入, 亿元	13.37	17.03	22.78	30.42	39.38
yoy	25.05%	27.28%	33.77%	33.54%	29.45%
业务成本	8.67	11.51	15.23	20.04	25.61
毛利率	35.15%	32.43%	33.15%	34.13%	34.96%

资料来源: wind, 申港证券研究所

预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 2.45/3.6/4.86 亿元, 对应 EPS 为 0.76/1.12/1.51 元/股。

7.2 投资建议

公司上市以来市盈率 PE(TTM)平均值为 46.57 倍。公司当前处于 5G 建设及储能行业发展高峰期, 公司收入 and 市场份额不断提升, 公司当前估值水平高于历史平均。

图26: 公司上市以来市盈率 PE(TTM)变动情况



资料来源: wind, 申港证券研究所

公司持续开拓新领域，增长强劲。我们选取佳力图、新雷能、三花智控作为可比公司，2022 年平均 PE 为 30.98 倍。综合考虑历史均值、行业均值和龙头地位，给予公司 2022 年 45 倍 PE，对应目标价 50.4 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表5: PE 估值法

可比公司	PE (TTM)	PE22E	PE23E
佳力图	30.5	16.26	12.35
新雷能	57.51	38.4	27.87
三花智控	55.5	38.28	31.57
平均值	47.84	30.98	23.93
英维克	63.9	36.57	27.13

资料来源: wind, 申港证券研究所

8. 风险提示

5G 网络、数据中心建设不及预期；客户拓展和订单获取不及预期；行业竞争加剧导致毛利率降低；原材料波动影响公司毛利率。

表6: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1338	1703	2278	3042	3938	流动资产合计	1667	2204	2653	3407	4251
营业成本	867	1151	1523	2004	2561	货币资金	452	436	676	841	1129
营业税金及附加	8	9	13	17	23	应收账款	622	690	991	1307	1670
营业费用	153	161	217	293	383	其他应收款	17	18	24	32	41
管理费用	74	78	115	146	194	预付款项	14	16	23	30	38
研发费用	89	116	160	192	230	存货	315	468	586	761	958
财务费用	0	8	36	44	54	其他流动资产	21	26	36	48	62
资产减值损失	-3	-10	5	-2	1	非流动资产合计	681	618	661	698	722
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	固定资产	219	259	247	236	225
营业利润	175	202	272	401	541	无形资产	17	12	65	99	121
营业外收入	2	2	2	2	2	商誉	249	249	249	249	249
营业外支出	1	1	1	1	1	其他非流动资产	8	35	30	40	52
利润总额	177	203	274	402	542	资产总计	2348	2822	3314	4104	4973
所得税	20	22	30	44	59	流动负债合计	1074	1333	1628	2115	2569
净利润	157	181	244	358	483	短期借款	383	479	538	737	858
少数股东损益	-3	-1	-2	-2	-3	应付账款	406	478	663	873	1116
归属母公司净利润	160	182	245	360	486	预收款项	40	0	0	0	0
EBITDA	200	237	339	495	657	一年内到期的非流动负债	0	1	1	1	1
EPS (元)	0.76	0.57	0.76	1.12	1.51	非流动负债合计	29	85	67	67	67
主要财务比率						长期借款	0	49	49	49	49
						应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	1103	1418	1695	2182	2636
营业收入增长	24.96%	27.35%	33.75%	33.54%	29.45%	少数股东权益	1	0	-1	-4	-7
营业利润增长	45.05%	15.29%	34.99%	47.18%	34.88%	实收资本(或股本)	215	322	322	322	322
归属于母公司净利润增	48.52%	13.48%	34.94%	46.96%	34.79%	资本公积	549	450	450	450	450
获利能力						未分配利润	467	586	782	1061	1444
毛利率(%)	35.15%	32.43%	33.15%	34.13%	34.96%	归属母公司股东权益合	1244	1404	1621	1926	2344
净利率(%)	11.74%	10.60%	10.69%	11.77%	12.25%	负债和所有者权益	2348	2822	3314	4104	4973
总资产净利润(%)	6.82%	6.44%	7.40%	8.78%	9.77%	现金流量表					
ROE(%)	12.87%	12.94%	15.13%	18.71%	20.72%	单位:百万元					
偿债能力						经营活动现金流	313	10	343	150	377
资产负债率(%)	47%	50%	51%	53%	53%	净利润	157	181	244	358	483
流动比率	1.55	1.65	1.63	1.61	1.65	折旧摊销	14	23	30	49	62
速动比率	1.26	1.30	1.27	1.25	1.28	财务费用	0	8	36	44	54
营运能力						应付账款减少	-19	-68	-301	-316	-363
总资产周转率	0.59	0.66	0.74	0.82	0.87	预收账款增加	8	-40	0	0	0
应收账款周转率	2	3	3	3	3	投资活动现金流	-67	-73	-79	-84	-88
应付账款周转率	3.70	3.85	3.99	3.96	3.96	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.57	0.76	1.12	1.51	投资收益	0	0	0	0	0
每股净现金流(最新摊)	0.53	-0.11	0.75	0.51	0.89	筹资活动现金流	-132	29	-23	99	-1
每股净资产(最新摊薄)	5.79	4.36	5.03	5.98	7.27	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	49	0	0	0
P/E	53.80	71.74	53.74	36.57	27.13	普通股增加	0	107	0	0	0
P/B	7.06	9.38	8.13	6.84	5.62	资本公积增加	7	-99	0	0	0
EV/EBITDA	43.66	55.92	38.64	26.54	19.73	现金净增加额	114	-34	241	164	288

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**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**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主做出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、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。同时，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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上