

**投资评级 优于大市 维持**

# 一季度业绩高增，深度受益智能电表升级替换上行周期

**股票数据**

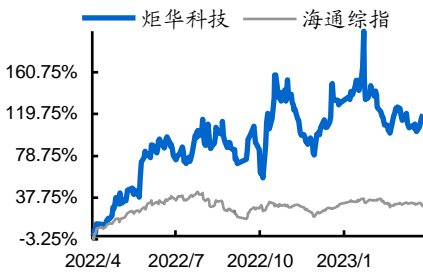
04月24日收盘价(元)	16.05
52周股价波动(元)	6.95-21.71
总股本/流通A股(百万股)	504/436
总市值/流通市值(百万元)	7818/6756

**相关研究**

 《前三季业绩快速增长，毛利率有所提升》  
 2022.10.25

《上半年业绩快速增长，受益于智能电表升级替换》2022.08.31

《2022年一季度收入快速增长》2022.04.25

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.5	-8.2	-4.7
相对涨幅(%)	-1.7	-5.5	-1.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:房青  
 Tel:(021)23219692  
 Email:fangq@haitong.com  
 证书:S0850512050003

分析师:吴杰  
 Tel:(021)23154113  
 Email:wj10521@haitong.com  
 证书:S0850515120001

**投资要点:**

- 2022年营收同比增24.47%，归母净利润同比增48.52%。**2022年，公司实现营收15.06亿元，同比增长24.47%；综合毛利率39.07%，同比增0.11pct；归母净利润4.72亿元，同比增长48.52%。我们认为，公司归母净利润增速高于收入增速，主要源于：毛利率同比增0.11pct、公允价值变动收益增加等。2022年利润分配预案：每10股派发现金红利2.0元（含税）。
- 2022年期间费率同比增1.87pct。**2022年，公司期间费率13.89%，同比增1.87pct。销售费率、管理费率、研发费率均不同程度上升，财务费率同比下降。具体来看：
  - 销售费率4.61%，同比增0.24pct。
  - 管理费率5.49%，同比增1.10pct。
  - 财务费率-3.19%，同比降0.01pct。
  - 研发费率6.98%，同比增0.55pct。
- 2023年第一季度营收同比增28.52%，归母净利润同比增68.55%。**2023年第一季度，公司实现营收3.77亿元，同比增28.52%；综合毛利率38.76%，同比增2.39pct；归母净利润1.20亿元，同比增68.55%。我们认为，公司归母净利润增速高于收入增速，主要源于：毛利率同比增2.39pct、公允价值变动收益增加等。
- 2023年第一季度期间费率同比增2.11pct。**2023年第一季度，公司期间费率10.87%，同比增2.11pct。管理费率、财务费率、研发费率均不同程度上升，销售费率同比下降。具体来看：
  - 销售费率3.07%，同比降0.49pct；
  - 管理费率4.99%，同比增0.40pct；
  - 财务费率-2.85%，同比增0.81pct；
  - 研发费率5.67%，同比增1.39pct。
- 智慧计量与采集系统、智能流量仪表及系统、物联网传感器及配件快速增长。**2022年，细分产品看：
  - 智慧计量与采集系统：收入12.24亿元，同比增长36.61%。毛利率40.72%，同比增0.65pct；
  - 智能电力终端及系统：收入0.75亿元，同比降低35.61%；
  - 智能流量仪表及系统：收入0.37亿元，同比增长34.16%；
  - 智能配用电产品及系统：收入1.12亿元，同比降低11.39%；
  - 物联网传感器及配件：收入0.49亿元，同比增长69.43%。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1210	1506	1977	2538	3152
(+/-)YoY(%)	10.3%	24.5%	31.2%	28.4%	24.2%
净利润(百万元)	318	472	600	750	901
(+/-)YoY(%)	8.4%	48.5%	27.1%	24.9%	20.3%
全面摊薄EPS(元)	0.63	0.94	1.19	1.49	1.79
毛利率(%)	39.0%	39.1%	39.7%	39.8%	39.8%
净资产收益率(%)	12.0%	15.4%	16.4%	17.0%	17.0%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- **智能电表支撑电网智能化发展，新标准推动行业发展，原有产品存在替换需求，助力公司智慧计量与采集系统业务快速增长。**智能电表是智能电网数据采集的重要基础设备，对于电网实现信息化、自动化具有重要支撑作用，全球性大规模的智能电网建设为智能电表产品带来广阔的市场空间。构建新型电力系统建设中，智能电表的战略地位明显提升，未来将增加更多高级应用需求。此外，智能电表产品具有相对固定的使用寿命，检定周期一般不超过 8 年，行业存在原有产品替换需求。

公司在电网招标中保持市场份额领先地位，已成为国家电网和南方电网主要供应商之一。此外，公司充分利用海外子公司平台，为公司继续拓展海外智慧计量与采集系统 (AMI) 产品市场奠定基础，全面提升公司海外的市场布局和竞争优势。我们认为，公司智能电表业务有望深度受益于智能电网建设以及行业升级替换需求的增长。

- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 6 亿元、7.5 亿元、9.01 亿元。对应 EPS 分别为 1.19 元、1.49 元、1.79 元。参考可比公司估值，给予公司 2023 年 PE15-18X，合理价值区间 17.85 元-21.42 元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**国网电表招标规模低于预期。

**表 1 炬华科技主要财务指标**

指标	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入 (万元)	37746.59	46922.51	35192.36	39146.05	29370.83
综合毛利率 (%)	38.76	37.29	42.15	40.47	36.38
期间费用率 (%)	10.87%	21.59%	14.18%	8.27%	8.76%
净利润率 (%)	31.61	39.36	30.80	30.20	24.47
经营活动净现金流/营业收入 (%)	12.60	72.91	6.56	37.55	5.33

资料来源: wind, 海通证券研究所

**表 2 炬华科技 2023 年一季度资产负债表主要指标**

	指标	数值	同比变动
2023 年一季度	应收账款 (亿元)	3.64	-0.67%
	应付账款 (亿元)	3.41	-0.53%
	预付账款 (亿元)	0.20	-17.18%
	存货 (亿元)	5.02	28.62%

资料来源: wind, 海通证券研究所

**表 3 可比公司估值表**

代码	简称	收盘价 (元/股) 04 月 21 日	总市值 (亿元) 04 月 21 日	2023E EPS (元)	2023PE (倍)
600885.SH	宏发股份	31.52	328.65	1.51	20.85
300001.SZ	特锐德	21.06	219.17	0.35	59.71
均值					40.28

资料来源: wind 一致预测, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1506</b>	<b>1977</b>	<b>2538</b>	<b>3152</b>
每股收益	0.94	1.19	1.49	1.79	营业成本	918	1192	1528	1897
每股净资产	6.06	7.25	8.74	10.53	毛利率%	39.1%	39.7%	39.8%	39.8%
每股经营现金流	1.05	1.08	1.22	1.70	营业税金及附加	14	16	20	25
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	69	81	102	126
P/E	16.56	13.03	10.43	8.67	营业费用率%	4.6%	4.1%	4.0%	4.0%
P/B	2.56	2.14	1.77	1.47	管理费用	83	99	122	151
P/S	5.19	3.95	3.08	2.48	管理费用率%	5.5%	5.0%	4.8%	4.8%
EV/EBITDA	14.20	9.49	6.70	4.65	EBIT	371	535	705	877
股息率%	<b>1.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-48	-48	-49	-50
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-3.2%	-2.4%	-1.9%	-1.6%
毛利率	39.1%	39.7%	39.8%	39.8%	资产减值损失	0	1	1	1
净利润率	31.3%	30.4%	29.5%	28.6%	投资收益	4	10	13	16
净资产收益率	15.4%	16.4%	17.0%	17.0%	<b>营业利润</b>	<b>546</b>	<b>694</b>	<b>868</b>	<b>1044</b>
资产回报率	11.7%	12.0%	12.5%	12.3%	营业外收支	4	4	4	4
投资回报率	10.5%	12.7%	13.8%	14.3%	<b>利润总额</b>	<b>550</b>	<b>698</b>	<b>872</b>	<b>1048</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	412	617	792	971
营业收入增长率	24.5%	31.2%	28.4%	24.2%	所得税	67	84	105	126
EBIT 增长率	24.7%	44.3%	31.7%	24.5%	有效所得税率%	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	48.5%	27.1%	24.9%	20.3%	少数股东损益	11	14	18	21
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>472</b>	<b>600</b>	<b>750</b>	<b>901</b>
资产负债率	23.2%	25.6%	25.0%	26.0%					
流动比率	3.19	3.08	3.30	3.30	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	2.51	2.49	2.63	2.69	货币资金	1486	1962	2510	3301
现金比率	1.67	1.59	1.73	1.78	应收账款及应收票据	481	719	822	1092
<b>经营效率指标</b>					存货	508	615	824	962
应收账款周转天数	98.34	98.30	98.30	98.30	其它流动资产	368	500	629	769
存货周转天数	169.42	169.40	169.40	169.40	流动资产合计	2842	3796	4784	6123
总资产周转率	0.41	0.44	0.46	0.47	长期股权投资	8	9	10	11
固定资产周转率	5.21	4.40	6.14	8.27	固定资产	468	430	397	365
					在建工程	1	36	60	77
					无形资产	67	68	69	70
					非流动资产合计	1195	1197	1194	1183
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>4038</b>	<b>4993</b>	<b>5978</b>	<b>7307</b>
净利润	472	600	750	901	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	11	14	18	21	应付票据及应付账款	535	793	909	1203
非现金支出	41	81	87	93	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-155	-114	-117	-120	其它流动负债	357	440	542	654
营运资金变动	159	-34	-123	-41	流动负债合计	892	1233	1450	1857
<b>经营活动现金流</b>	<b>528</b>	<b>547</b>	<b>615</b>	<b>856</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-107	-76	-76	-76	其它长期负债	43	43	43	43
投资	-60	-101	-101	-101	非流动负债合计	43	43	43	43
其他	-219	107	110	113	<b>负债总计</b>	<b>935</b>	<b>1276</b>	<b>1494</b>	<b>1900</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-386</b>	<b>-70</b>	<b>-67</b>	<b>-64</b>	实收资本	504	504	504	504
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3058	3658	4408	5309
股权募资	6	0	0	0	少数股东权益	45	59	76	97
其他	-87	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>4038</b>	<b>4993</b>	<b>5978</b>	<b>7307</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-81</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>57</b>	<b>477</b>	<b>547</b>	<b>791</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

房青 电力设备及新能源行业  
吴杰 电力设备及新能源行业, 公用事业, 煤炭行业

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。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 思源电气, 许继电气, 信捷电气, 炬华科技, 汇川技术, 伟创电气, 国电南瑞, 威胜信息, 宏发股份, 平高电气

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 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。	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

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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, 海通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, 未经海通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, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 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, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。