

投资评级 **优于大市** 维持

5月大单落地, AI+节能景气度提升

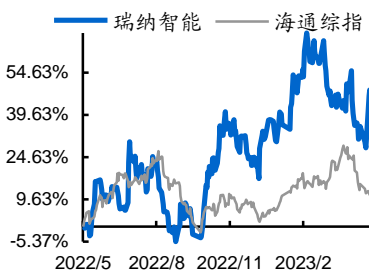
股票数据

05月12日收盘价(元)	78.40
52周股价波动(元)	50.99-92.62
总股本/流通A股(百万股)	74/24
总市值/流通市值(百万元)	5832/1899

相关研究

《大额订单落地, 股权激励彰显信心》 2022.04.24
《“双碳”助力“智慧供热节能龙头”腾飞》 2022.01.04

市场表现



指标	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.7	-10.5	-6.1
相对涨幅(%)	0.2	-9.8	-2.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@haitong.com

证书: S0850516050002

分析师: 杨林

Tel: (021) 23154174

Email: yl11036@haitong.com

证书: S0850517080008

分析师: 洪琳

Tel: (021) 23154137

Email: hl11570@haitong.com

证书: S0850519050002

联系人: 杨蒙

Tel: (0755) 23617756

Email: ym13254@haitong.com

投资要点:

● **2022年凸显经营韧性。2022年公司实现营业收入6.47亿元, 同比增长22.27%**, 其中超声波热量表实现收入0.72亿元(占总营收11.10%), 同比降低1.12%, 毛利率提升4.35pct; 智能模块化换热机组实现收入1.34亿元(占总营收20.66%), 同比增长16.92%, 毛利率提升17.68pct; 智能物联网平衡阀实现收入0.76亿元(占总营收11.74%), 同比增长101.00%, 毛利率提升6.87pct; 供热节能系统工程实现收入2.55亿元(占总营收39.44%), 同比增长74.54%, 毛利率提升0.29pct。2022年归母净利润2.01亿元, 同比增长17.32%; 扣非归母净利润1.64亿元, 同比增长15.55%; 经营净现金流为-0.12亿元, 同比降低114.38%, 主要是因为公司2022年末验收款受当时经济环境等因素影响未及时收回, 导致公司营业收入增长同时, 应收账款增长较多, 销售商品、提供劳务收到的现金未同步增加, 以及2022年公司根据订单情况提前备货导致采购付款较多, 同时为职工支付的现金增加; 销售毛利率为54.77%, 降低0.30pct。2022年销售费用同比增长23.93%, 销售费用率为6.47%, 提升0.09pct; 管理费用同比增长40.65%, 管理费用率为9.32%, 提升1.22pct, 主要是管理人员数量增加, 薪酬相应增加, 另外股权激励的相应股份支付费用增加; 研发费用同比增长49.00%, 研发费用率为8.31%, 提升1.49pct, 我们认为公司始终重视持续技术创新, 持续加大技术研发投入, 不断提升技术水平和产品性能, 为公司的可持续发展提供有力的技术支撑, 2022年研发人员245名, 同比增长59.09%, 人员数量占比35.56%。

● **2023年一季度回款状况良好, 营收稳健增长。**公司披露2023年第一季度报, 2023Q1实现营业收入3355.25万元, 同比增长6.91%; 归母净利润676.68万元, 同比降低36.67%, 公司业务主要集中在每年的5至11月份, 四季度进行验收和回款, 一季度的营业收入相对较少; 扣非归母净利润126.39万元, 同比增长147.00%; 经营净现金流-5063.61万元, 同比增长30.16%, 主要是2023年一季度实现了对2022年验收款的部分回收。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	530	647	910	1234	1608
(+/-)YoY(%)	27.3%	22.3%	40.6%	35.5%	30.4%
净利润(百万元)	171	201	301	410	543
(+/-)YoY(%)	31.6%	17.3%	49.6%	36.3%	32.6%
全面摊薄EPS(元)	2.30	2.70	4.04	5.51	7.30
毛利率(%)	55.1%	54.8%	54.9%	54.6%	54.2%
净资产收益率(%)	11.5%	12.2%	15.4%	17.3%	18.7%

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

- 在手订单充沛，技术优势显著。**公司通过持续努力，利用自动化(OT)+信息化(IT)+智能化(AI)完全自主核心技术的一站式低碳智慧供热整体解决方案，近几年来在行业内实现了单个订单规模从千万级到数亿级的跨越，实际应用效果和服务得到了行业主流市场和客户的认可，在国内同行业处于领先地位。截止 2022 年末，公司已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 4.55 亿，在手订单充沛，为 2023 年增长提供充足保障。
- 枣庄供热系统节能改造项目经济效益显著，中标新项目激发增长活力。**公司所实施的合同能源管理项目（枣庄供热系统节能改造项目）在 2018-2022 年分别创造节能总收益 1544.93 / 1830.13 / 2005.29 / 2167.15 / 2865.64 万元，共计 10413.14 万元，公司分别分享收益 1235.94 / 1464.10 / 1403.70 / 1300.29 / 1410.54 万元，共计 6814.57 万元，显示出公司所提供的智能供热解决方案经济效益显著。2023 年 5 月 11 日，瑞纳智能全资子公司合肥瑞纳通软件技术开发有限公司中标枣庄市中区热力有限公司基于数字资产管理的 AI 智慧供热合同能源管理项目，本次中标金额为人民币 1.18 亿元，该项目的履行预计对公司营业收入和营业利润产生积极影响。
- 盈利预测与投资建议。**2023 年，公司将持续夯实根据地业务，开拓省会城市。过往的经营结果已经证明，拥有自动化(OT)+信息化(IT)+智能化(AI)完全自主核心技术的一站式低碳智慧供热整体解决方案和多元化的商业模式具有很大的市场潜力。在业务发展上，公司将树立更具挑战的目标：在持续巩固现有市场的基础上，充分利用过去公司累积的软硬件产品优势、供热行业数据和管理实践，公司将开始发力省会城市市场，依托省会城市市场的标杆地位和号召力，实现业务的快速突破。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.01/4.10/5.43 亿元，EPS 分别为 4.04/5.51/7.30 元，给予 2023 年 PE 估值 25-30 倍，对应合理价值区间为 101.0-121.2 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**订单节奏放缓，地域扩张放缓，行业竞争加剧。

表 1 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
朗新科技	300682.SZ	24.95	273.7	0.49	0.93	1.28	50.9	27.9	20.2
恒华科技	300365.SZ	7.12	42.7	-0.37	0.25	0.38	-19.2	28.1	18.9
远光软件	002063.SZ	8.56	135.9	0.20	0.27	0.36	42.1	31.5	24.1
智洋创新	688191.SH	119.02	65.3	2.09	3.14	4.54	56.9	37.9	26.2
平均							32.7	31.4	22.4
瑞纳智能	301129.SZ	78.40	58.3	2.70	4.04	5.51	29.0	19.4	14.2

资料来源：Wind、海通证券研究所

注：瑞纳智能采用海通证券盈利预测，其他公司采用 Wind 一致预期；股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价。

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
每股指标 (元)					营业总收入	647	910	1234	1608
每股收益	2.70	4.04	5.51	7.30	营业成本	293	410	560	736
每股净资产	22.21	26.25	31.76	39.06	毛利率%	54.8%	54.9%	54.6%	54.2%
每股经营现金流	-0.16	5.87	1.32	7.49	营业税金及附加	5	8	10	13
每股股利	0.80	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	42	60	80	105
P/E	29.03	19.40	14.24	10.74	营业费用率%	6.5%	6.6%	6.5%	6.5%
P/B	3.53	2.99	2.47	2.01	管理费用	60	76	101	130
P/S	9.01	6.41	4.73	3.63	管理费用率%	9.3%	8.3%	8.2%	8.1%
EV/EBITDA	22.75	14.48	10.73	7.45	EBIT	204	337	455	595
股息率%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-2	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	54.8%	54.9%	54.6%	54.2%	资产减值损失	-5	0	0	0
净利润率	31.0%	33.0%	33.2%	33.8%	投资收益	24	11	21	36
净资产收益率	12.2%	15.4%	17.3%	18.7%	营业利润	230	348	476	631
资产回报率	10.1%	12.3%	13.3%	14.4%	营业外收支	3	0	0	0
投资回报率	10.6%	14.9%	16.6%	17.6%	利润总额	234	348	476	631
盈利增长 (%)					EBITDA	219	351	472	612
营业收入增长率	22.3%	40.6%	35.5%	30.4%	所得税	33	48	67	88
EBIT 增长率	19.3%	65.5%	35.2%	30.6%	有效所得税率%	14.0%	13.7%	14.0%	13.9%
净利润增长率	17.3%	49.6%	36.3%	32.6%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	201	301	410	543
资产负债率	17.3%	20.4%	23.1%	22.9%					
流动比率	4.91	4.20	3.71	3.79	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.43	3.03	2.81	2.93	货币资金	370	750	772	1282
现金比率	1.07	1.50	1.09	1.49	应收账款及应收票据	510	432	900	906
经营效率指标					存货	124	190	248	332
应收账款周转天数	222.63	181.31	189.96	197.97	其它流动资产	687	719	711	739
存货周转天数	147.20	137.79	140.75	141.91	流动资产合计	1691	2091	2632	3259
总资产周转率	0.34	0.41	0.45	0.47	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	10.85	14.53	19.81	26.10	固定资产	63	62	63	61
					在建工程	96	141	207	262
					无形资产	24	34	47	58
					非流动资产合计	307	362	442	508
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	1999	2453	3074	3767
净利润	201	301	410	543	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	205	246	396	459
非现金支出	40	14	16	17	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-32	-12	-21	-36	其它流动负债	140	252	314	400
营运资金变动	-221	133	-307	33	流动负债合计	345	498	709	860
经营活动现金流	-12	437	98	557	长期借款	0	0	0	0
资产	-123	-69	-96	-82	其它长期负债	2	2	2	2
投资	-177	0	0	0	非流动负债合计	2	2	2	2
其他	24	11	21	36	负债总计	346	500	711	861
投资活动现金流	-275	-57	-76	-47	实收资本	74	74	74	74
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1652	1953	2363	2906
股权募资	14	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-56	0	0	0	负债和所有者权益合计	1999	2453	3074	3767
融资活动现金流	-42	0	0	0					
现金净流量	-329	379	23	510					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 12 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

郑宏达 计算机行业
杨林 计算机行业
洪琳 计算机行业

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: 利亚德,歌尔股份,新开普,顺络电子,中颖电子,闻泰科技,创业慧康,芯海科技,航天宏图,宇瞳光学,敏芯股份,传音控股,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,商汤-W,思维列控,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,拉卡拉,瑞芯微,税友股份,炬光科技,万物云,荣旗科技,汉得信息,中科曙光

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。