

炬华科技 (300360.SZ)

2022年稳健增长，2023年Q1业绩超预期

公司公告：2022年全年公司营收、归母净利润、扣非净利分别为15.06、4.72、3.56亿元，分别同比增长24.47%、48.52%、24.12%。2023年Q1公司实现营收、归母净利润、扣非净利分别为3.77、1.20、0.97亿元，分别同比增长28.52%、68.55%、28.43%。

- 2022年稳健增长，2023年Q1业绩增长强劲。2022年公司营收、归母净利润、扣非净利分别为15.06、4.72、3.56亿元，分别同比增长24.47%、48.52%、24.12%，公司经营稳健扎实，营收、利润持续较快增长。2023年Q1公司实现营收、归母净利润、扣非净利分别为3.77、1.20、0.97亿元，分别同比增长28.52%、68.55%、28.43%，公司Q1业绩增长强劲，表现超预期。
- 公司智能电表业务营收增速快于行业，盈利能力维持高位。2022年国网智能电表招标规模约256.4亿，同比增长约27.8%。公司2022年智能电表营收12.24亿，增速达到36.61%，高于市场规模扩张水平，体现了公司在行业内较强的竞争力。同时盈利能力维持高位，2022年智能电表毛利率40.72%，同比小幅提升0.65个百分点。
- 替换周期叠加新标准推广，智能电表招标规模有望稳步增长。国内智能电表行业从2021年开始进入更换周期，考虑到上一个十年中地产、光伏、充电桩等更多电表计费点的增加，本轮更换的周期可能更长或者峰值会更高。智能电表行业需求目前正处在上行期，2023-2025年国网、南网的智能电表招标量有望持续增长，单价较高的物联表渗透率提升趋势较为明显，进一步拉动招标金额增速上行。
- 充电桩业务出海有望贡献一定业绩弹性。公司欧标交流单、三相充电桩已经取得CE认证，美标交流充电桩已通过ETL认证。目前公司积极推进美标便携式交流桩、直流桩的UL认证和欧标直流充电桩的CE认证。欧美市场目前充电桩基础设施较为短缺，市场需求旺盛且盈利能力较好，公司在海外充电桩市场的布局较早，若后续认证和客户定点顺利，海外充电桩业务有望贡献一定的收入和利润弹性。
- 投资建议：公司在智能电表领域竞争力较强，毛利率水平维持高位、回款和现金流情况好、在手现金充沛，报表质量稳健扎实。公司较早布局海外充电桩市场，目前欧美市场对充电桩需求旺盛且盈利能力好，若后续认证和客户定点顺利，海外充电桩业务有望贡献一定业绩弹性。同时公司培育的智能水表、能源物联网等新业务也实现稳步增长，未来发展前景良好。维持“强烈推荐”评级，给予18-21元的目标价。
- 风险提示：智能电表招标量不及预期、新业务开拓不及预期、美国市场充电桩政策的不利影响。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1210	1506	2311	3091	4032
同比增长	10%	24%	53%	34%	30%
营业利润(百万元)	374	546	719	925	1169
同比增长	7%	46%	32%	29%	26%
归母净利润(百万元)	318	472	621	798	1007
同比增长	8%	49%	32%	28%	26%
每股收益(元)	0.63	0.94	1.23	1.58	2.00
PE	24.6	16.6	12.6	9.8	7.8
PB	3.0	2.6	2.2	1.8	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

中游制造/电力设备及新能源
目标估值：18.00 - 21.00 元
当前股价：15.5 元

基础数据

总股本(万股)	50439
已上市流通股(万股)	43587
总市值(亿元)	78
流通市值(亿元)	68
每股净资产(MRQ)	6.3
ROE(TTM)	16.3
资产负债率	19.7%
主要股东	杭州炬华集团有限公司
主要股东持股比例	21.81%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	15	94
相对表现	-0	7	93



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《炬华科技(300360)——智能电表持续增长，非电表业务进展顺利》2022-11-02
- 《炬华科技(300360)——中报超预期，智能电表业务迎来拐点》2022-09-01
- 《炬华科技(300360)——中标大幅增长，有望在智能电表更换升级中迎来新发展》2022-06-20

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

刘巍 S1090522070003

liuwei24@cmschina.com.cn

正文目录

一、2022 年年报、2023 年一季报分析.....	4
二、智能电表招标规模和单价稳步提升，公司市场份额稳中有升.....	7
三、充电桩、智能水表、物联网等新业务具备良好发展前景.....	10
盈利预测与目标价.....	12
风险提示.....	13

图表目录

图 1 国网智能电表招标量开始回升（万只）.....	7
图 2 IR46 双芯表结构.....	8
图 3 IR46 多芯表结构.....	8
图 4 国网物联表采招情况.....	9
图 5 2022 年 1 批物联表占比.....	9
图 6 炬华科技充电桩产品.....	10
图 7 公司智能水表解决方案.....	11
图 8 纳宇云能源物联网信息平台.....	11
图 9: 炬华科技历史 PE Band.....	13
图 10: 炬华科技历史 PB Band.....	13
表 1: 业绩摘要.....	4
表 2: 单季度业绩摘要.....	5
表 3: 现金流情况.....	5
表 4: 负债情况.....	5
表 5: 固定资产和在建工程情况.....	6
表 6: 资产回报率情况.....	6
表 7: 国网智能电表招标情况.....	7
表 8: 2020 年第二批国网智能电表价格大幅提升.....	8
表 9: 物联表采招统计.....	8
表 10: 公司国网中标情况（百万元）.....	9
表 11: 公司南网中标及预中标情况（百万元）.....	9

表 12: 公司两网中标及预中标情况统计 (百万元)	9
表 13: 公司充电桩业务进展.....	10
表 14: 盈利预测.....	12
附: 财务预测表.....	14

一、2022 年年报、2023 年一季报分析

公司发布 2022 年年报、2023 年一季报：2022 年全年公司营收、归母利润、扣非净利分别为 15.06、4.72、3.56 亿元，分别同比增长 24.47%、48.52%、24.12%。2023 年 Q1 公司实现营收、归母利润、扣非净利分别为 3.77、1.20、0.97 亿元，分别同比增长 28.52%、68.55%、28.43%，一季度业绩增长强劲，超市场预期。

财务分析：

【毛利率】2022 年公司毛利率为 39.07%，同比增加 0.11 个百分点。2023 年 Q1 毛利率 38.76%，同比、环比分别增加 2.39、1.47 个百分点。智能电表行业竞争格局相对稳定，公司产品竞争力强，毛利率维持在较高水平。

【费用率】2022 年费用率合计 13.89%，同比上升 1.87 个百分点，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.61%、5.49%、6.98%、-3.19%，同比分别变化+0.24、+1.10、+0.55、-0.01 个百分点，其中管理费用大幅增加主要是工资薪金增加以及股权激励摊销费用所致，研发费用增加主要是加大研发投入及股权激励摊销费用所致。

【现金流】2022 年公司经营性现金流净额为 5.28 亿，同比大幅增长 183.21%，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加。经营现金流净额/税后净利润为 111.81%，同比增加 53.17 个百分点，公司现金流健康，盈利质量扎实。

【固定资产】2022 年末公司固定资产 4.68 亿元，同比大幅增长 325.60%，公司新建产能大规模完成转固，新产线逐步投运将支撑公司进一步实现经营规模扩张和市场份额提升。

表 1：业绩摘要

百万元	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	同比变化(%)
营业收入	871.90	892.39	1096.98	1210.21	1506.32	24.47
营业成本	560.07	538.84	660.36	738.65	917.75	24.25
毛利润	311.83	353.55	436.62	471.56	588.56	24.81
销售税金	6.76	6.46	6.24	8.82	13.71	55.54
毛利润（扣除销售税金）	305.07	347.09	430.38	462.74	574.85	24.23
销售费用	69.24	71.83	72.36	52.86	69.46	31.39
管理费用	45.28	54.06	52.80	53.14	82.67	55.58
研发费用	49.29	60.20	56.20	77.86	105.14	35.04
经营利润	141.26	161.01	249.02	278.88	317.58	13.88
资产和信用减值损失	(54.07)	-5.11	-1.48	-12.54	0.95	-107.59
财务费用	(32.94)	-63.06	-41.85	-38.39	-47.99	24.99
投资收益	17.38	5.93	4.93	18.78	3.97	-78.88
资产处置收益	0.02	0.01	0.03	0.01	0.01	-29.69
公允价值变动净收益	13.88	30.12	27.17	18.88	122.97	551.49
其他收益	13.33	21.70	27.30	31.34	52.89	68.78
营业外收入	1.97	1.31	0.57	1.10	4.50	310.48
营业外支出	0.46	0.31	0.61	1.38	0.83	-39.48
利润总额	166.25	277.72	348.79	373.46	550.03	47.28
所得税	30.26	34.81	47.02	47.44	66.89	40.97
税后净利润	135.99	242.92	301.77	326.02	483.15	48.20
少数股东损益	0.17	-0.03	8.44	8.17	11.08	35.55
归母净利润	135.82	242.94	293.33	317.85	472.07	48.52
非经常性损益	33.28	41.53	32.82	31.09	116.17	273.59
扣非归母净利润	102.54	201.42	260.51	286.75	355.91	24.12
%						百分点变化 (%)

百万元	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	同比变化(%)
毛利率	35.76	39.62	39.80	38.96	39.07	0.11
销售费用率	7.94	8.05	6.60	4.37	4.61	0.24
管理费用率	5.19	6.06	4.81	4.39	5.49	1.10
研发费用率	5.65	6.75	5.12	6.43	6.98	0.55
财务费用率	-3.78	-7.07	-3.81	-3.17	-3.19	-0.01
经营利润率	16.20	18.04	22.70	23.04	21.08	-1.96
所得税率	20.33	12.81	13.67	13.38	12.25	-1.13
净利率	15.60	27.22	27.51	26.94	32.07	5.14
扣非净利率	11.76	22.57	23.75	23.69	23.63	-0.07

资料来源：公司公告，招商证券

表 2: 单季度业绩摘要

百万元	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q1 同比 (%)	23Q1 环比 (%)
营业收入	438.87	293.71	391.46	351.92	469.23	377.47	28.52	-19.56
营业成本	266.81	186.87	233.05	203.60	294.24	231.15	23.70	-21.44
毛利润	172.06	106.84	158.41	148.32	174.99	146.32	36.95	-16.38
销售费用	22.66	10.46	15.06	19.23	24.71	11.59	10.79	-53.10
管理费用	18.31	13.47	17.26	22.55	29.39	18.83	39.77	-35.94
研发费用	38.66	12.56	16.26	21.52	54.80	21.40	70.34	-60.96
财务费用	-9.21	-10.77	-16.20	-13.41	-7.60	-10.77	0.05	41.68
所得税	15.88	14.66	19.41	13.07	19.75	23.22	58.39	17.58
归母净利润	98.76	71.32	118.25	105.18	177.32	120.21	68.55	-32.20
非经常性损益	17.62	-4.02	10.41	10.86	98.92	23.45	-683.75	-76.29
扣非归母净	81.14	75.34	107.84	94.33	78.40	96.76	28.43	23.43
%							百分点同 比变动	百分点环 比变动
毛利率	39.21	36.38	40.47	42.15	37.29	38.76	2.39	1.47
销售费用率	5.16	3.56	3.85	5.46	5.27	3.07	-0.49	-2.20
管理费用率	4.17	4.59	4.41	6.41	6.26	4.99	0.40	-1.28
研发费用率	8.81	4.28	4.15	6.11	11.68	5.67	1.39	-6.01
财务费用率	-2.10	-3.67	-4.14	-3.81	-1.62	-2.85	0.81	-1.23
所得税率	15.60	17.06	14.31	15.22	8.27	16.33	-0.74	8.05
净利率	22.50	24.28	30.21	29.89	37.79	31.85	7.56	-5.94
扣非净利率	18.49	25.65	27.55	26.80	16.71	25.63	-0.02	8.93

资料来源：公司公告，招商证券

表 3: 现金流情况

%	2018	2019	2020	2021	2022	百分点变化 (%)
赊销比	50.16	38.25	31.41	35.77	31.93	-3.84
存货营收比	18.81	23.93	19.69	29.43	33.70	4.28
销售商品、劳务获现金/营收	110.87	102.95	88.05	86.67	106.16	19.49
经营现金流净额/税后净利润	169.31	83.71	59.22	58.64	111.81	53.17

资料来源：公司公告，招商证券

表 4: 负债情况

	2018	2019	2020	2021	2022	百分点变化 (%)
负债率%	17.71	18.39	17.50	19.52	23.16	3.63
短期借款 (百万元)	0.00	1.11	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的非流动负债 (百万元)	0.00	0.00	0.00	3.18	0.70	-78.02

	2018	2019	2020	2021	2022	百分点变化 (%)
长期借款 (百万元)						
在手现金 (百万元)	1488.93	1465.78	1493.98	1376.46	1485.59	7.93

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

百万元	2018	2019	2020	2021	2022	同比变化 (%)
固定资产	64.03	100.17	100.39	110.01	468.18	325.60
在建工程	30.27	63.99	132.81	297.99	1.49	-99.50

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 6: 资产回报率情况

%	2018	2019	2020	2021	2022	百分点变化 (%)
ROE	6.45	11.20	12.82	12.63	16.58	3.95
ROA	5.26	9.17	10.77	10.43	13.13	2.70
ROIC	5.23	8.64	11.34	11.40	15.54	4.14

资料来源: 公司公告, 招商证券

二、智能电表招标规模和单价稳步提升，公司市场份额稳中有升

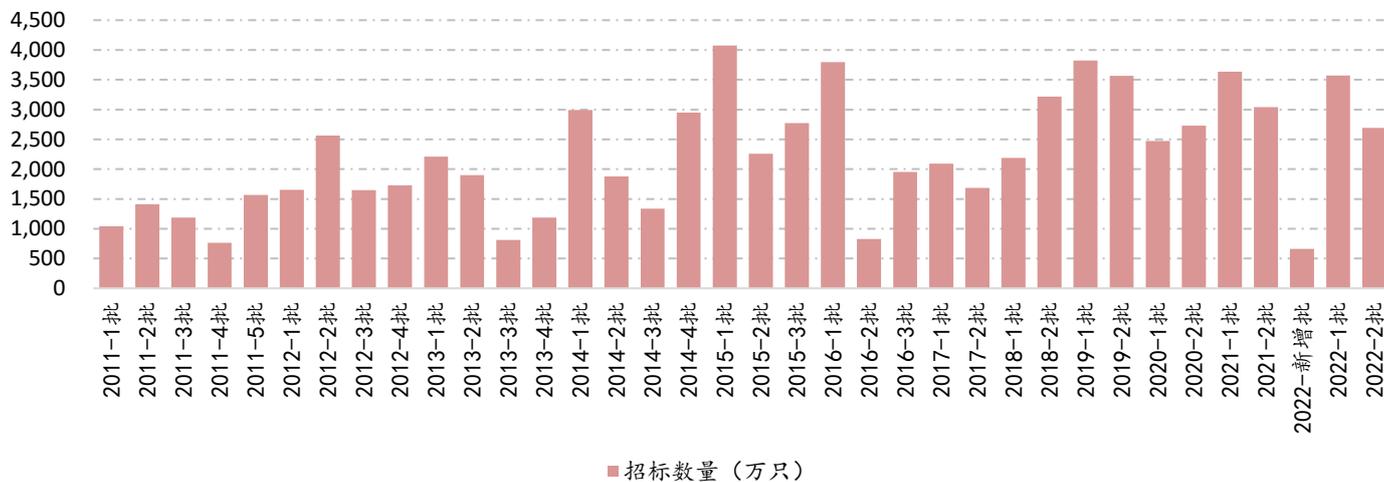
智能电表招标周期向上，招标规模持续增长。国内智能电表行业从 2021 年开始进入更换周期，考虑到上一个十年中地产、光伏、充电桩等更多电表计费点的增加，本轮更换的周期可能更长或者峰值会更高。参考上一轮电表改造周期，预计本轮替换周期应该还有 3-4 年较快增长的过程。从 2022 年国网招标情况看，新增批次、第一批、第二批招标总量达到约 6926 万台，同比增长约 3.8%，招标总金额约 256.4 亿元，同比增长约 27.8%。

表 7: 国网智能电表招标情况

招标量 (万只)	2020 年			2021 年			2022 年			
	第一批	第二批	汇总	第一批	第二批	汇总	新增批	第一批	第二批	汇总
2 级单相智能	2228.2	2274.8	4503.0	3247	2528.2	5775.2	548.3	2983.6	2121.2	5653.1
1 级三相智能	215.3	413.4	628.7	353.7	467.4	821.1	99.4	522.2	521.5	1143.1
0.5S 级三相智	30.9	41.5	72.4	32.4	42.6	75	17.4	61.9	45.4	124.7
0.2S 级三相智	0.9	1.5	2.4	0.5	2.2	2.7	0.4	1.9	2.7	5.0
智能电表合计	2475.3	2731.2	5206.5	3633.6	3040.4	6674	665.46	3569.6	2690.8	6925.86
同比 (%)										
2 级单相智能	-34.37	-26.98	-30.83	45.72	11.14	28.25		-8.11	-16.10	-2.11
1 级三相智能	-42.91	1.47	-19.86	64.28	13.06	30.60		47.64	11.56	39.22
0.5S 级三相智	-35.22	0.00	-18.83	4.85	2.65	3.59		91.05	6.70	66.27
0.2S 级三相智	-25.00	400.00	60.00	-44.44	46.67	12.50		280.00	22.34	85.19
智能电表合计	-35.22	-23.38	-29.50	46.79	11.32	28.19		-1.76	-11.50	3.77

资料来源：国家电网、招商证券

图 1 国网智能电表招标量开始回升 (万只)



资料来源：国家电网、招商证券

国内智能电表行业标准升级，逐步与 IR46 接轨。智能电表早期标准普遍参照对标 IEC 系列。而在新型电力系统构建进程中，新能源并网运行、市场化电价机制调整形成新的应用场景和计量需求，对电能量测设备提出了更加全方位的要求（如双向计量、在线监测、负荷管理等）。早在 2017 年，国网就提出过“双芯”智能电表的研发，2019 年开始，包括国家电网在内的多个行业相关方密集讨论了有关下一代智能电表的技术、功能、标准等细则。智能电表行业新标准已于 2020 年 8 月份正式出台，新标准的出台有望推动现有电表的升级改造和存量大规模轮换。

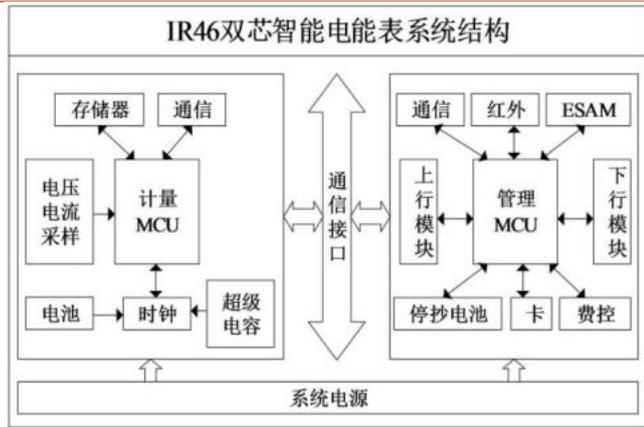
新标准电表向双芯升级，兼具计量功能和管理功能。继上一轮全国智能电表实现自动测量功能，取代了费时费力的人工抄表之后，功能丰富和强大且兼容国际 IR46 标准的新标准逐步成型，国家在 2020 年 8 月出台新的电表标准，并在 2021 年 8 月份发布规范。新标准下，电表除自动计量功能外，还将具备或肩负双向计量、在线监测、负荷管理等

功能，新标准的电表，可能替换大部分居民终端电力服务所需要的人工劳动。

新标准下电表价值量将大幅提升。2020年8月国网发布智能电表、智能物联电表通用技术规范，新标准发布后，2021年第二批2级单相和1级三相智能电表均价分别升至214元/只、553元/只，相较于2020年第一批分别上涨了约31%、38.6%。2022年招标批次中，单表价值基本与2021年相当。

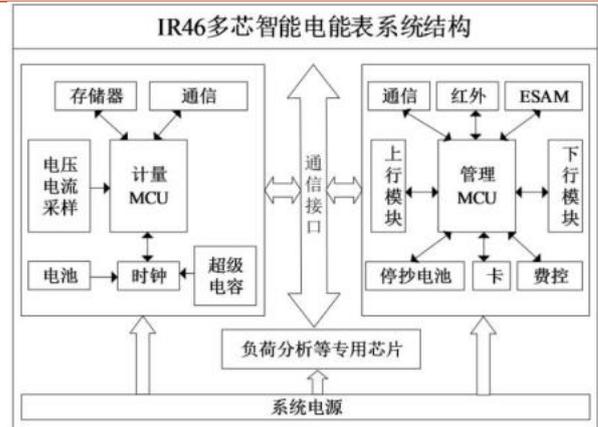
物联表开始规模化采招。标准的物联网新标准电表，单价提升可能在150%以上。2022年是国网新标准上规模推行第一年，物联表招标总量累计达到137.5万只，远超2021年13.1万只，物联表的铺开仍将带动单表价值量上升。

图 2 IR46 双芯表结构



资料来源：基于嵌入式系统的智能电能表研究展望、招商证券

图 3 IR46 多芯表结构



资料来源：基于嵌入式系统的智能电能表研究展望、招商证券

表 8: 2020 年第二批国网智能电表价格大幅提升

价格	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年
	第一批	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批	新增批
A/2 级单相智能	161	161	163	205	191	214	214
B/1 级三相智能	397	399	399	515	531	553	560
C/0.5S 级三相智能	345	346	346	544	669	595	557
D/0.2S 级三相智能	1226	1226	1225	1521	1495	1524	1426
同比 (%)							
A/2 级单相智能			1.56	27.01	17.18	4.58	12.04
B/1 级三相智能			0.50	29.05	33.08	7.40	5.52
C/0.5S 级三相智能			0.29	57.36	93.13	9.38	-16.69
D/0.2S 级三相智能			-0.11	24.11	22.08	0.20	-4.58

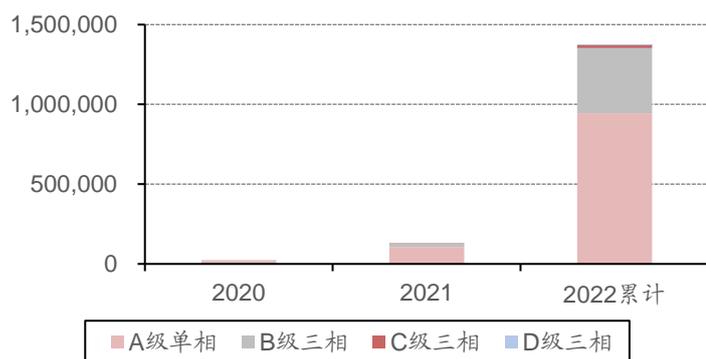
资料来源：国家电网、招商证券

表 9: 物联表采招统计

产品类型	2020	2021	2022 累计
A 级单相	16,516	105,300	945,464
B 级三相	2,966	24,200	406,690
C 级三相	40	1,000	22,695
D 级三相			240
合计	19,522	130,500	1,375,089

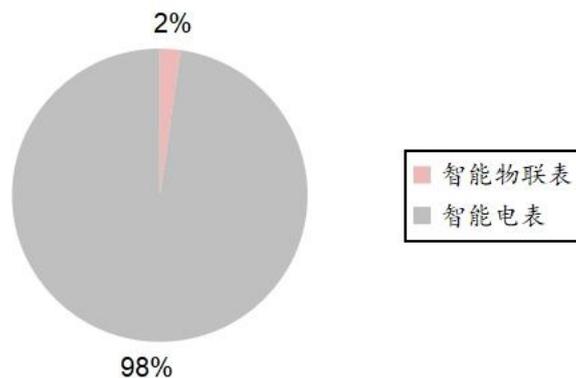
资料来源：国家电网、招商证券

图 4 国网物联表采招情况



资料来源: 国家电网、招商证券

图 5 2022 年 1 批物联表占比



资料来源: 国家电网、招商证券

智能电表是公司主营业务, 营收、利润增长稳健。2022 年公司智能电表业务实现营收 12.24 亿元, 同比增长 36.61%, 毛利率 40.72%, 同比增加 0.65 个百分点。智能电表是公司主要收入和利润来源, 2022 年营收、利润占比分别达到 81.23%、84.66%, 同比上升 7.22、14.25 个百分点公司在智能电表领域竞争力较强, 毛利率水平维持高位、回款和现金流情况好、在手现金充沛, 报表质量强劲。

公司在国网、南网招标中标金额持续快速增长, 份额稳步提升。2022 年公司累计收到国网、南网电能表及用电信息采集中标/预中标通知, 金额分别为 10.56、2.08 亿, 较去年同比增加 45.87%、31.35%, 公司中标金额持续快速增长。公司在国网招标中所占份额位居国内第 5 位, 总中标金额占比 4.12%, 相比 2021 年国网中标金额占比 3.61% 提升了 0.51 个百分点。

表 10: 公司国网中标情况 (百万元)

年份	2020		2021		2022			上半年累计对比	
	第一批	第二批	第一批	第二批	新增	第一批	第二批	2022 累计	同比
电能表	113.11	212.54	265.88	302.86	89.79	385.18	331.54	806.51	41.81%
信息采集	27.19	150.86	70.29	85.13	10.23	102.70	136.90	249.83	60.75%
中标合计	140.30	363.40	336.17	387.99	100.02	487.88	468.44	1056.34	45.87%

资料来源: 公司公告、国家电网、招商证券

表 11: 公司南网中标及预中标情况 (百万元)

年份	2020		2021		2022		2022 年累计对比	
	第一批	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批	2022 累计	同比
中标合计	51.67	80.06	26.12	132.14	106.62	101.26	207.88	31.35%

资料来源: 公司公告、南方电网、招商证券

表 12: 公司两网中标及预中标情况统计 (百万元)

年份	2020		2021		2022			2022 年累计对比	
	第一批	第二批	第一批	第二批	新增	第一批	第二批	2022 累计	同比
中标合计	191.97	443.46	362.29	520.13	100.02	594.50	569.70	1264.22	43.27%

资料来源: 公司公告、国家电网、南方电网、招商证券

三、充电桩、智能水表、物联网等新业务具备良好发展前景

充电桩业务积极开拓海外市场。公司 06 年进入海外市场，并通过收购捷克 LOGAREX 公司强化自身在欧洲市场的竞争力。2019 年 12 月，子公司正华电子交流充电桩通过欧洲客户验收、发货。公司在欧洲有客户基础，目前已通过 CE 认证，美标充电桩近期实现出货，未来贡献有望加大。

公司积极推进充电桩认证。公司欧标交流单、三相充电桩已经取得 CE 认证，美标交流充电桩已通过 ETL 认证。目前公司积极推进美标便携式交流桩、直流桩的 UL 认证和欧标直流充电桩的 CE 认证。欧美市场目前充电桩基础设施较为短缺，市场需求旺盛且盈利能力较好，公司在海外充电桩市场的布局较早，若后续认证和客户定点顺利，海外充电桩业务有望贡献一定的收入和利润弹性。

图 6 炬华科技充电桩产品



资料来源：国家电网、招商证券

表 13: 公司充电桩业务进展

时间	事件	相关情况	意义
2022	公司美标交流充电桩已通过 ETL 认证	公司面向美国市场研发的美标交流充电桩已经通过 ETL 认证，同时积极推进美标便携式交流桩、直流桩的 UL 认证	公司美标充电桩产品获得 ETL 认证，有望扩大公司充电桩在国外的销售量，提升市场份额
2021	公司充电桩取得欧洲 CE 认证	公司面向欧洲市场研发的欧标单、三相充电桩已经通过 CE 认证，公司将不断提升充电桩技术，持续多渠道拓展市场	公司欧标充电桩产品获得 CE 认证，有望扩大公司充电桩在国外的销售量，提升市场份额
2019-12-12	公司充电桩产品顺利通过欧洲客户验收	子公司正华电子交流充电桩通过欧洲客户验证，近期，公司将根据约定，安排发货。公司正乘势着力研发具有特色的直流充电桩，致力于成为高质量产品和服务的供应商	公司充电桩产品通过海外客户验证，有望继智能电表、物联网、智能水表业务之后，获得新的增长点
2019-11-6	捷克共和国众议院主席一行访问炬华科技	捷克共和国众议院主席拉德克·冯德拉切克先生率领捷克代表团一行访问和考察公司。公司董事长丁敏华先生、公司管理层和捷克子公司 LOGAREX 的负责人 MIKA 先生参加接待。双方有望加强在欧洲市场的业务合作	捷克子公司 LOGAREX 是公司欧洲业务的根据地，捷克高层访问公司有助于公司在捷克以及欧洲业务的顺利开展

2019-10-25

炬华科技智能电表顺利通过 MID 认证工厂年审及 EON 德国电力局工厂审核

捷克国家计量院 (CMI) 的专家组 (2 人) 和来自 EON 德国电力局的专家组 (5 人) 共两组专家团队分别对炬华科技从各方面进行了全面细致的审查考核, 公司最终顺利通过智能电能表 MID 认证工厂考核监督审查及 EON 德国电力局工厂审核, 并获得了两个专家团队的高度好评

此次 MID 工厂年审的顺利通过标志着炬华科技所制造的智能电表可以继续在欧洲市场进行销售, 公司的国际化市场渠道得到了保证。此外, Eon 是欧洲最大的电力公司之一, 与公司有多年的业务合作, 此次审核后 Eon 专家组表示希望有电表外更多产品的合作

资料来源: 企业官网、招商证券

积极布局水表业务, 与电表业务存在一定技术协同。公司子公司炬源智能主营智能水计量仪表及相应的系统集成开发, 拥有较高核心技术和相关行业资质。目前, 公司已经具备有/无线远传电子水表、有/无线远传光电水表等相关产品。公司在智能电表轮换期内积累了大量技术经验, 对相应的产业模式把控能力很强, 这些资源将会更有利于未来公司水表业务的开展。

收购上海纳宇布局用户侧能源物联网业务, 具备提供能源需求侧整体解决方案的能力。上海纳宇电气有限公司系原上海二工电气有限公司仪表事业部, 成立于 1993 年, 原名上海二工电器厂。公司是一家专业从事能源物联网设备和服务研发、生产与销售的高新技术企业, 2016 年被炬华科技收购为全资子公司。纳宇电气的主要业务涵盖了轨道交通、楼宇园区、学校医院、数据中心、新能源等行业和领域的智慧能效管理、智慧配电监控和运维、智慧安全用电、智慧充电营运、电能质量分析和治理等泛在物联网产品及解决方案, 具有能耗管理云平台、电气火灾监控云平台、智能远程抄表系统、电力监控及运维系统、电动汽车充电运营云平台等能源物联网信息云平台和本地信息管理系统。

智能用电管理的重要性不断凸显, 公司物联网相关业务有望快速增长。能耗双控压力下用电侧工商业企业的用能需要更加精细化、智能化, 保障企业正常生产经营的同时实时监控用能情况, 减少对电网的压力, 智能化用电管理的重要性不断凸显。纳宇电气推出了纳宇云能源物联网信息平台系统, 具备电力能效监测、能耗管理、电气火灾监控、智能远程抄表、电力监控及运维、电动汽车充电运营云平台、智能电力监控与电能管理、“智慧防雷”智能防雷环境预警监控、DW 测温监控等功能。随着智能电网和泛在电力物联网建设需求的推动, 公司物联网相关业务在未来有望实现快速增长。

图 7 公司智能水表解决方案



资料来源: 公司官网、招商证券

图 8 纳宇云能源物联网信息平台



资料来源: 公司官网、招商证券

盈利预测与目标价

炬华科技 2023 年、2024 年和 2025 年的盈利预测分别为 6.21 亿、7.98 亿、10.07 亿，同比增长分别为 32%、28%、26%。公司 2023 年 4 月 21 日收盘价为每股 15.50 元，总市值 78.18 亿元，按 2023 年业绩 6.21 亿计算公司 PE 约 12.6 倍。基于公司未来业绩增速预期，给予目标价 18-21 元，对应 2023 年 PE 在 14.6-17 倍的区间，估值水平与公司预期业绩增速相匹配。

表 14: 盈利预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
智慧计量与采集系统 (智能电表业务)	营收(百万元)	895.71	1223.65	1651.93	2164.03	2769.95
	YOY (%)	0.95	36.61	35.00	31.00	28.00
	成本(百万元)	536.80	725.38	964.40	1265.95	1620.42
	毛利率 (%)	40.07	40.72	41.62	41.50	41.50
智能配用电产品及系 统 (充电桩等业务)	营收(百万元)	126.20	111.83	380.22	505.70	657.40
	YOY (%)	118.68	-11.39	240.00	33.00	30.00
	成本(百万元)	111.11	92.30	285.17	381.80	499.63
	毛利率 (%)	11.96	17.46	25.00	24.50	24.00
智能电力终端及系统	营收(百万元)	115.98	74.68	104.55	135.92	169.90
	YOY (%)	23.20	-35.61	40.00	30.00	25.00
	成本(百万元)	-	34.15	44.15	59.03	74.98
	毛利率 (%)	-	54.27	57.77	56.57	55.87
智能流量仪表及系统 (水表业务)	营收(百万元)	27.80	37.29	95.09	180.67	298.11
	YOY (%)	40.19	34.14	155.00	90.00	65.00
	成本(百万元)	-	23.15	58.07	109.43	179.07
	毛利率 (%)	-	37.93	38.93	39.43	39.93
物联网传感器及其他	营收(百万元)	44.52	58.87	79.47	104.91	136.38
	YOY (%)	17.13	32.23	35.00	32.00	30.00
	成本(百万元)	-	42.81	55.81	72.09	91.67
	毛利率 (%)	-	27.28	29.78	31.28	32.78
合计	营收(百万元)	1210.21	1506.32	2311.27	3091.21	4031.74
	YOY (%)	10.32	24.47	53.44	33.75	30.43
	成本(百万元)	738.65	917.75	1407.59	1888.31	2465.77
	毛利率 (%)	38.96	39.07	39.10	38.91	38.84

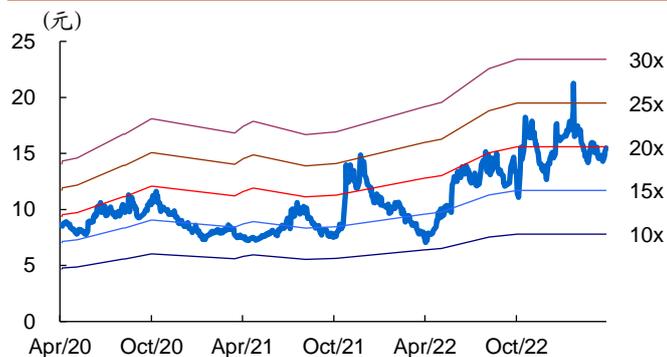
资料来源：公司公告、招商证券

注：因公司未披露 2021 年智能电力终端及系统、智能流量仪表及系统、物联网传感器及系统的成本、毛利率，故报表中未显示。

风险提示

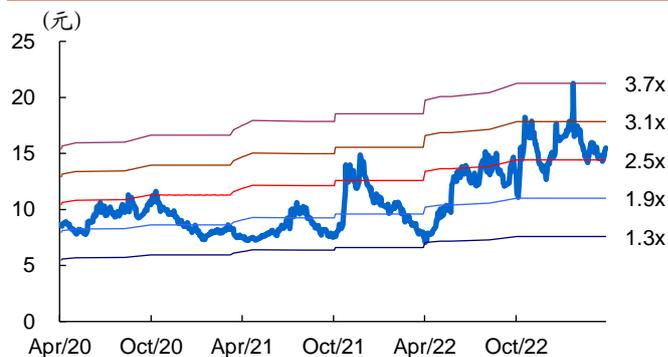
- 智能电表招标量不及预期:** 国内电网投资增长较为温和, 其中智能电表的招标存在一定的周期性, 当前正处于新一轮国网、南网的智能电表招标的上升周期, 若后续年份招标规模及金额增长不及预期, 可能导致公司电表业务营收增速放缓。
- 新业务扩展不及预期:** 公司正大力发展充电桩、水表、物联网传感器等新业务, 相关业务当前营收、利润体量较小, 规模较行业头部公司还有差距, 可能面临竞争压力, 新业务可能存在发展不及预期的风险。
- 美国市场充电桩政策的不利影响:** 公司充电桩业务主要面向海外, 目前积极突破美国市场并已经取得一定的订单。但美国政府要求联邦政府资助的电动汽车充电器必须在美国生产, 电动汽车法规还要求, 从 2024 年 7 月开始, 55% 的充电器成本需要来自美国零部件。若后续美国政府严格执行该政策, 则会对公司充电桩出口美国可能造成不利影响。

图 9: 炬华科技历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 10: 炬华科技历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告:

- 炬华科技 (300360) — 智能电表持续增长, 非电表业务进展顺利, 2022.11.01
- 炬华科技 (300360) — 中报超预期, 智能电表业务迎来拐点, 2022.9.01
- 炬华科技 (300360) — 中标大幅增长, 有望在智能电表更换升级中迎来新发展, 2022.6.19
- 电力设备专题 (21) — 替换周期叠加新标准开始推广, 电表产业将迎来新发展 2022.6.16
- 炬华科技 (300360) — 业绩增长超预期, 物联网、智能水表有望加大贡献 2020.7.9
- 炬华科技 (300360) — 主业订单饱满, 物联网、智能水表有望加大贡献 2020.7.8
- 炬华科技 (300360) — 业绩保持快速增长, 物联网、智能水表有望加大贡献 2020.4.28
- 炬华科技 (300360) — 业绩持续超预期, 新业务、海外有望加大贡献 2019.12.22
- 炬华科技 (300360) — 智能电表更换拉动主业高增长, 新业务成长带来新高度 2019.12.16
- 炬华科技 (300360) — 上调回购价格至 14.10 元, 拟设立物联网子公司 2019.11.5
- 炬华科技 (300360) — 业绩超预期, 智能电表更换拉动公司进入新一轮增长期 2019.10.27

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2330	2842	3658	4729	6145
现金	1376	1486	1754	2266	3010
交易性投资	1	256	256	256	256
应收票据	16	75	116	155	202
应收款项	417	406	593	793	1035
其它应收款	12	11	17	23	30
存货	356	508	766	1028	1343
其他	152	101	154	207	270
非流动资产	992	1195	1351	1393	1352
长期股权投资	7	8	8	8	8
固定资产	110	468	619	647	623
无形资产商誉	120	132	149	164	148
其他	755	587	575	574	573
资产总计	3322	4038	5009	6121	7496
流动负债	633	892	1328	1757	2272
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	487	535	820	1101	1437
预收账款	56	205	315	422	551
其他	89	152	193	234	284
长期负债	16	43	43	43	43
长期借款	0	0	0	0	0
其他	16	43	43	43	43
负债合计	649	935	1371	1800	2315
股本	504	504	504	504	504
资本公积金	331	353	353	353	353
留存收益	1803	2200	2721	3386	4222
少数股东权益	36	45	59	78	102
归属于母公司所有者权益	2638	3058	3578	4243	5080
负债及权益合计	3322	4038	5009	6121	7496

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	186	528	411	589	787
净利润	318	472	621	798	1007
折旧摊销	22	39	69	88	92
财务费用	(34)	(36)	(48)	(45)	(42)
投资收益	(19)	(4)	(141)	(141)	(135)
营运资金变动	(111)	38	(123)	(144)	(175)
其它	10	19	33	34	40
投资活动现金流	(64)	(386)	(89)	11	85
资本支出	(254)	(107)	(230)	(130)	(50)
其他投资	190	(279)	141	141	135
筹资活动现金流	(72)	(81)	(54)	(88)	(128)
借款变动	(33)	(87)	(1)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	23	0	0	0
股利分配	(76)	(76)	(101)	(133)	(170)
其他	36	59	48	45	42
现金净增加额	50	61	269	512	743

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1210	1506	2311	3091	4032
营业成本	739	918	1408	1888	2466
营业税金及附加	9	14	21	19	24
营业费用	53	69	97	124	153
管理费用	53	83	113	142	173
研发费用	78	105	143	182	226
财务费用	(38)	(48)	(48)	(45)	(42)
资产减值损失	(13)	1	1	3	3
公允价值变动收益	19	123	85	80	78
其他收益	31	53	48	50	49
投资收益	19	4	8	10	8
营业利润	374	546	719	925	1169
营业外收入	1	5	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	373	550	723	929	1173
所得税	47	67	88	113	143
少数股东损益	8	11	15	19	24
归属于母公司净利润	318	472	621	798	1007

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	10%	24%	53%	34%	30%
营业利润	7%	46%	32%	29%	26%
归母净利润	8%	49%	32%	28%	26%
获利能力					
毛利率	39.0%	39.1%	39.1%	38.9%	38.8%
净利率	26.3%	31.3%	26.9%	25.8%	25.0%
ROE	12.0%	15.4%	17.4%	18.8%	19.8%
ROIC	10.9%	14.1%	16.2%	17.9%	19.1%
偿债能力					
资产负债率	19.5%	23.2%	27.4%	29.4%	30.9%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.7	3.2	2.8	2.7	2.7
速动比率	3.1	2.6	2.2	2.1	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	2.6	2.1	2.2	2.1	2.1
应收账款周转率	3.1	3.3	3.9	3.7	3.7
应付账款周转率	1.7	1.8	2.1	2.0	1.9
每股资料(元)					
EPS	0.63	0.94	1.23	1.58	2.00
每股经营净现金	0.37	1.05	0.81	1.17	1.56
每股净资产	5.23	6.06	7.09	8.41	10.07
每股股利	0.15	0.20	0.26	0.34	0.43
估值比率					
PE	24.6	16.6	12.6	9.8	7.8
PB	3.0	2.6	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	20.6	13.7	9.8	7.5	6.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。