

瑞纳智能 (301129.SZ)

短期扰动不改智慧供热大趋势，23年业绩有望高增

事件：瑞纳智能发布 2022 年报及 2023 年一季报，公司 2022 年实现营收 6.5 亿元，同比+22.3%，归母净利润 2.01 亿元，同比+17.32%。其中 Q4 单季度实现营收 4.74 亿元，同比+17.55%，归母净利润 1.66 亿元，同比+4.16%。2023Q1 实现营收 0.34 亿元，同比+6.91%，归母净利润 0.07 亿元，同比-36.67%。业绩符合预期，长期来看，智慧供热可实现政府、热力公司、居民多方共赢，公司受益于行业大趋势，业绩有望持续高增，估值具备安全边际。

- **Q4 防疫政策调整影响交付和验收节奏，不改长期向好趋势。** 公司收入存在明显的季节性，一般于 Q2 停暖后开始实施工程，Q4 集中确认收入，因此 Q4 是全年业绩高点；而一季度尚未停暖，项目工程实施和交付较少，一般为全年业绩低点。22 年 Q3 开始，受疫情政策影响，公司项目实施、交付、验收节奏都有一定程度的延后，因此全年收入增速小于订单增速。公司在手订单充足，2022 年末公司合同负债余额为 0.31 亿元，2023 年一季度末为 0.35 亿元，预计将于 Q2 陆续交付确认收入，今年业绩有望高增。
- **毛利率、净利率维持高位，盈利能力优秀。** 公司 2022 年毛利率为 54.77%，同比-0.3pct，Q4 单季度毛利率 54.56%，同比持平，环比下降主要是确认收入的工程项目不同，为正常的季度间波动。由于毛利率持平，期间费用率小幅上升，公司全年净利率下降 1.31pcts，但仍达到 31.03% 的高位。23Q1 毛利率为 54.05%，同比-2.13pcts，营收因季节性因素下降，导致费用率上升，因此净利率为 20.17%，同比-4.35pcts，同比下降主要因为公司 22 年增加人员规模，员工总人数增长 11%，达到 689 人，费用同比有所增加。
- **期间费用率小幅增长。** 公司增加研发投入，全年研发费用率提升 1.49pcts，达到 8.31%；由于项目及技术管理人员增加、以及股权激励的实施，计入管理费用的薪酬与股份支付费用增加，全年管理费用率提升 1.22pcts，达到 9.32%；销售费用率、财务费用率变化不大。期间费用率合计为 23.83%，同比+2.87pcts。
- **其他重要财务指标：** 现金流方面，年末验收款受当时经济环境等因素影响没有及时收回，导致公司 22 年经营活动现金流量净额下降较多，但相应地，公司应收账款增长较多，存货也有一定增长，可以推断现金流是暂时性变差。一季报中，收到的现金是营收的 4 倍，说明部分货款已于一季度顺利回收。若将 23Q1 的现金流入加回至 22Q4，现金流与当期营收基本匹配。
- **智慧供热大势所趋，看好公司长期发展，维持“强烈推荐”评级。** 北方冬季供暖仍存在多环节热损失，瑞纳方案可实现节能 10~30%，增加热力公司盈利能力，进而减少政府对热力公司亏损的补贴，符合当下“双碳”减排目标，能够实现政府、热力公司、居民多方共赢，是行业发展必然趋势。瑞纳是国内首家软硬件及整体解决方案供应商，在政府竞标中具备全服务、少纠纷、高效率的优势，将受益于智慧供热的行业发展趋势。我们预计 23/24/25 年公司营收 8.93/12.12/15.8 亿元，同比+38%/36%/30%，归母净利润 2.77/3.67/4.72 亿元，同比+38%/32%/28%，对应 PE 21/16/12 倍，继续强烈推荐。
- **风险提示：** 原材料价格大幅上涨风险、招投标不及预期风险、人才流失风险。

财务数据与估值

敬请阅读末页的重要说明

强烈推荐 (维持)

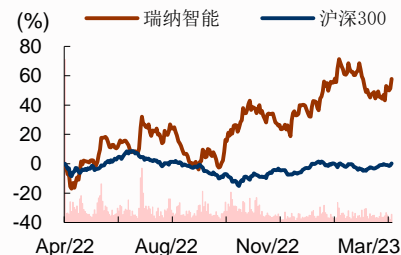
中游制造/机械
当前股价：84.5 元

基础数据

总股本 (万股)	7439
已上市流通股 (万股)	1842
总市值 (亿元)	63
流通市值 (亿元)	16
每股净资产 (MRQ)	22.3
ROE (TTM)	11.9
资产负债率	11.1%
主要股东	于大永
主要股东持股比例	59.82%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	46	57
相对表现	-5	38	58



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

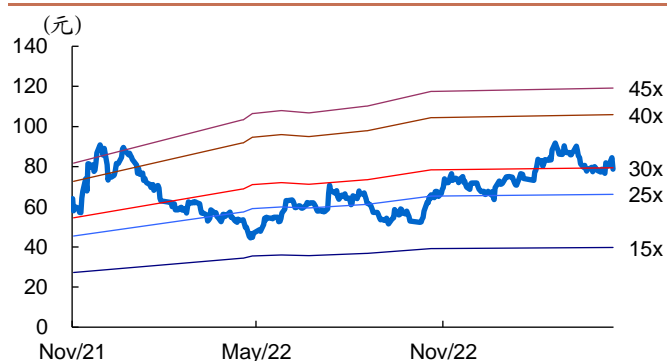
- 1、《瑞纳智能：乘减碳节能之风，引领智慧供热新时代》2022-03-09
- 2、《瑞纳智能：中标大额订单，开启智慧供热高速渗透元年》2022-03-30
- 3、《瑞纳智能：节能亦是“碳中和”的重要抓手》2022-04-18
- 4、《瑞纳智能：新签订单及合同负债增长大超预期，确定智慧供热爆发元年》2022-04-29
- 5、《瑞纳智能：新签订单稳步推进，招标迎来高增》2022-08-19
- 6、《瑞纳智能：Q3 利润大增，全年订单高增已超年初目标》2022-10-20

胡小禹 S1090522050002
 huxiaoyu1@cmschina.com.cn
 吴洋 研究助理
 wuyang2@cmschina.com.cn
 朱艺晴 研究助理
 zhuyiqing@cmschina.com.cn

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	530	647	893	1212	1580
同比增长	27%	22%	38%	36%	30%
营业利润(百万元)	173	230	315	420	541
同比增长	18%	33%	37%	33%	29%
归母净利润(百万元)	171	201	277	367	472
同比增长	32%	17%	38%	32%	28%
每股收益(元)	2.30	2.70	3.73	4.94	6.34
PE	34.2	29.2	21.1	16.0	12.4
PB	3.9	3.5	3.1	2.7	2.3

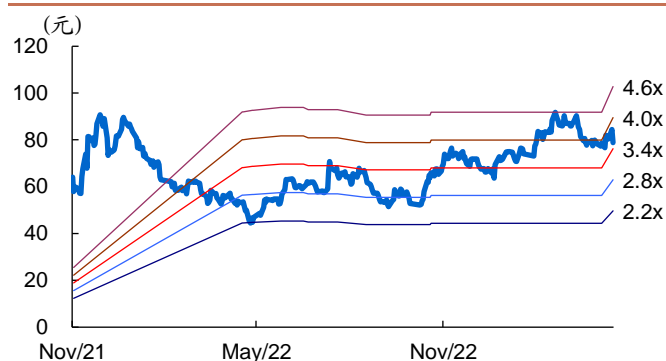
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 瑞纳智能历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 瑞纳智能历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

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	1618	1691	2002	2410	2913
现金	697	370	539	585	625
交易性投资	373	301	301	301	301
应收票据	6	5	6	8	11
应收款项	295	506	509	638	831
其它应收款	2	2	3	3	5
存货	115	124	115	157	204
其他	129	384	530	719	937
非流动资产	177	307	300	293	288
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	56	63	59	55	51
无形资产商誉	7	24	22	20	18
其他	113	220	219	219	219
资产总计	1794	1999	2302	2704	3201
流动负债	303	345	430	546	680
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	159	205	281	382	498
预收账款	62	31	43	58	75
其他	82	109	106	107	107
长期负债	2	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	2	2	2	2
负债合计	305	346	432	548	682
股本	74	74	74	74	74
资本公积金	965	978	978	978	978
留存收益	451	600	818	1103	1466
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1490	1652	1870	2155	2518
负债及权益合计	1794	1999	2302	2704	3201

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	83	(12)	187	84	105
净利润	171	201	277	367	472
折旧摊销	9	11	12	11	11
财务费用	0	0	(3)	(3)	(3)
投资收益	(0)	(24)	(45)	(45)	(45)
营运资金变动	(131)	(242)	(50)	(284)	(378)
其它	34	42	(4)	38	50
投资活动现金流	(491)	(275)	40	40	40
资本支出	(18)	(123)	(5)	(5)	(5)
其他投资	(473)	(153)	45	45	45
筹资活动现金流	920	(42)	(59)	(79)	(106)
借款变动	(4)	(5)	(3)	0	0
普通股增加	18	1	0	0	0
资本公积增加	902	13	0	0	0
股利分配	0	(52)	(60)	(82)	(109)
其他	2	2	3	3	3
现金净增加额	512	(329)	169	46	40

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	530	647	893	1212	1580
营业成本	238	293	402	545	711
营业税金及附加	4	5	8	10	13
营业费用	34	42	55	75	98
管理费用	43	60	80	105	136
研发费用	36	54	71	95	118
财务费用	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)
资产减值损失	(25)	(25)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
其他收益	22	35	35	35	35
投资收益	0	24	10	10	10
营业利润	173	230	315	420	541
营业外收入	27	3	7	7	7
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	200	234	322	427	548
所得税	28	33	44	59	76
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	171	201	277	367	472

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	27%	22%	38%	36%	30%
营业利润	18%	33%	37%	33%	29%
归母净利润	32%	17%	38%	32%	28%
获利能力					
毛利率	55.1%	54.8%	55.0%	55.0%	55.0%
净利率	32.3%	31.0%	31.1%	30.3%	29.9%
ROE	18.2%	12.8%	15.7%	18.3%	20.2%
ROIC	15.5%	12.3%	15.2%	17.8%	19.8%
偿债能力					
资产负债率	17.0%	17.3%	18.8%	20.3%	21.3%
净负债比率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.3	4.9	4.7	4.4	4.3
速动比率	5.0	4.5	4.4	4.1	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
存货周转率	2.6	2.4	3.4	4.0	3.9
应收账款周转率	2.1	1.6	1.7	2.1	2.1
应付账款周转率	1.8	1.6	1.7	1.6	1.6
每股资料(元)					
EPS	2.30	2.70	3.73	4.94	6.34
每股经营净现金	1.12	-0.16	2.52	1.13	1.42
每股净资产	20.03	22.21	25.14	28.98	33.85
每股股利	0.69	0.80	1.10	1.46	1.88
估值比率					
PE	34.2	29.2	21.1	16.0	12.4
PB	3.9	3.5	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	32.0	24.2	17.8	13.4	10.5

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。

招商机械团队：7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2019年获WIND和金牛最佳分析师第一名。2020年获WIND最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

投资评级定义

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。