

# 佳力图 (603912.SH)

## 四季度业绩明显修复，数字经济助力公司持续发展

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	667	625	807	970	1,140
增长率 yoy (%)	6.7	-6.3	29.1	20.3	17.5
归母净利润(百万元)	85	37	115	150	181
增长率 yoy (%)	-26.4	-57.1	215.7	30.2	20.7
ROE (%)	8.4	3.6	10.3	12.6	14.0
EPS最新摊薄(元)	0.28	0.12	0.38	0.49	0.60
P/E(倍)	46.8	109.1	34.6	26.5	22.0
P/B(倍)	4.1	4.2	3.7	3.5	3.2

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023年3月21日收盘价

**事件:** 3月21日, 公司发布 2022 年度报告。2022 年, 公司实现营收 6.25 亿元, 同比-6.33%; 实现归母净利润 0.37 亿元, 同比-57.13%。

**全年业绩下滑, 四季度明显修复。** 2022 年, 公司实现营收 6.25 亿元, 同比-6.33%; 实现归母净利润 0.37 亿元, 同比-57.13%。单四季度来看, 公司实现营收 2.13 亿元, 同比+44.16%, 环比+32.30%; 实现归母净利润 0.16 亿元, 同比+33%, 环比+1500%。截至 2022 年底, 公司在手订单 7.37 亿元, 全年订单较往年有所增长, 但由于外部客户订单交付延迟以及主材成本上升等因素导致业绩有所下滑。我们认为, 随着公司积压订单的逐步交付, 以及新客户的不断拓展, 未来各业务有望快速回升。

**专注机房环境控制, 数字经济助推需求持续提升。** 公司为数据机房等精密环境控制领域提供节能、控温设备产品以及相关技术服务, 产品应用于数据中心机房、通信基站以及其他恒温恒湿等精密环境, 客户涵盖众多行业, 拥有三大运营商、华为等优质客户资源。随着云计算、下一代网络建设的积极推进, 国内数据中心基础设施市场迎来新发展机遇, 对机房环境控制需求持续提升, 我们认为, 凭借公司在行业内多年积累的研发制造、运行维护、项目实施和售后服务经验, 有望享受行业增长红利获得快速增长。

**收购、参股业内优质企业, 持续优化产业结构。** 2022 年 7 月, 公司全资收购瑞达云讯 100% 股权。通过此次收购, 瑞达云讯将对公司主营业务及数据中心项目形成互补, 助力公司打造绿色节能一体化大数据解决方案产品以及数据服务体系。2022 年 8 月, 公司通过瑞达云讯增持上海电信宽频, 增持后合计持有其 40% 股权, 通过此次加大持股比例, 公司与上海电信宽频形成战略合作关系, 以上海为主要目标市场, 在双碳背景下, 拓展节能改造、数据中心服务平台业务。

**盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.15/1.50/1.81 亿元, EPS 分别为 0.38/0.49/0.60 元, 当前股价对应 PE 分别为 34.6/26.5/22.0, 鉴于公司所处行业快速发展, 公司积压订单逐步交付并不断向新领域客户拓展, 业绩有望持续增长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 技术商业化落地不及预期; 市场拓展不及预期; 原材料价格波动; 宏观经济波动风险。

### 买入 (首次评级)

#### 股票信息

行业	机械
2023年3月22日收盘价(元)	14.42
总市值(百万元)	4,380.01
流通市值(百万元)	4,380.01
总股本(百万股)	303.75
流通股本(百万股)	303.75
近3月日均成交额(百万元)	280.14

#### 股价走势



#### 作者

分析师 侯宾

执业证书编号: S1070522080001

邮箱: houbin@cgws.com

#### 相关研究

## 内容目录

一、四季度业绩明显修复，各业务有望快速回升.....	3
二、专注机房环境控制领域，数字经济助推下游需求持续提升.....	4
三、盈利预测与投资评级.....	6
四、风险提示.....	6

## 图表目录

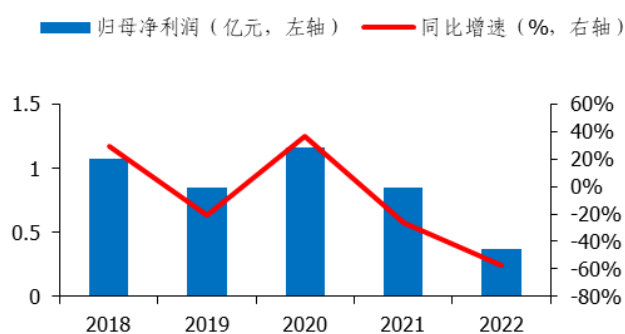
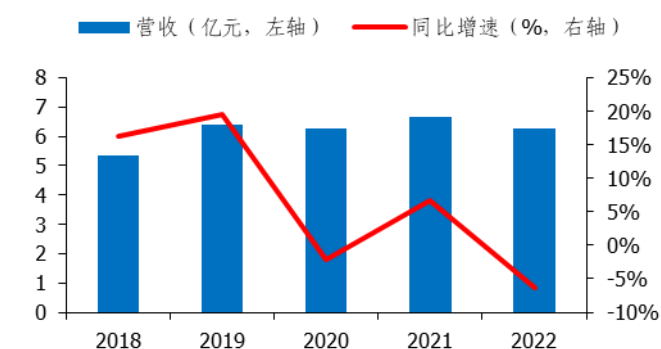
图表 1: 2018-2022 年佳力图营收及增速.....	3
图表 2: 2018-2022 年佳力图归母净利润及增速.....	3
图表 3: 2018-2022 年佳力图单季度营收及增速.....	3
图表 4: 2018-2022 年佳力图单季度归母净利润及增速.....	3
图表 5: 2020-2022 年佳力图分业务营收情况 (亿元).....	3
图表 6: 2020-2022 年佳力图分业务毛利率 (%).....	3
图表 7: 2018-2022 年佳力图期间费用率情况 (%).....	4
图表 8: 佳力图主要产品情况.....	5
图表 9: 2018 年-2022 年佳力图研发投入及增速.....	5
图表 10: 2018 年-2022 年佳力图研发人员数量及占比.....	5

## 一、四季度业绩明显修复，各业务有望快速回升

**全年业绩下滑，四季度明显修复。**2022年，公司实现营收 6.25 亿元，同比-6.33%；实现归母净利润 0.37 亿元，同比-57.13%；毛利率 26.65%，同比-1.26pct；利润率 5.84%，同比+7.60pct。单四季度来看，公司实现营收 2.13 亿元，同比+44.16%，环比+32.30%；实现归母净利润 0.16 亿元，同比+33%，环比+1500%。截至 2022 年底，公司在手订单 7.37 亿元，全年订单较往年有所增长，但由于外部客户订单交付延迟以及主材成本上升等因素导致业绩有所下滑。

图表1: 2018-2022 年佳力图营收及增速

图表2: 2018-2022 年佳力图归母净利润及增速

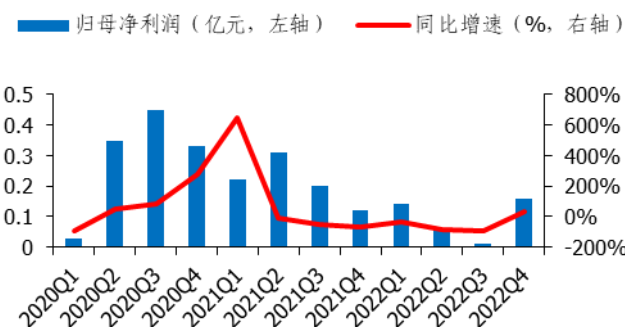
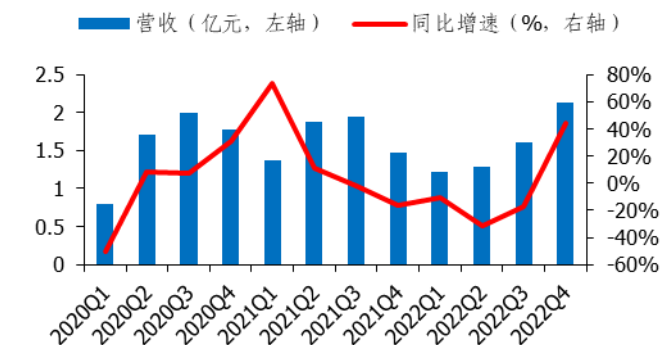


资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

图表3: 2018-2022 年佳力图单季度营收及增速

图表4: 2018-2022 年佳力图单季度归母净利润及增速



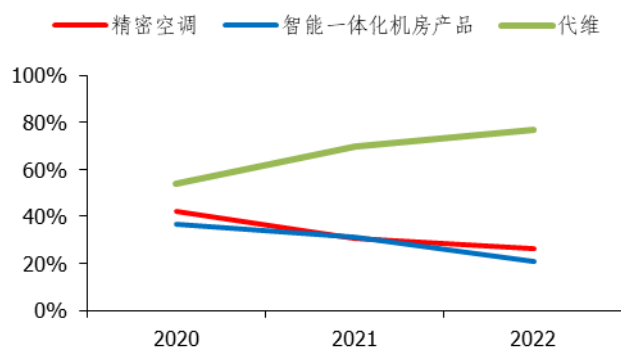
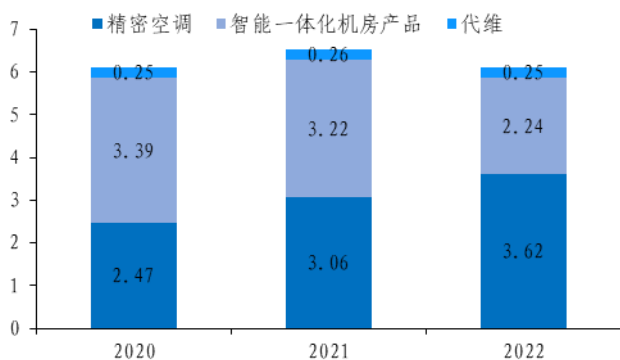
资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

精密空调收入持续增长，智能一体化机房产品因交付推迟影响收入。从各业务表现来看，**1) 精密空调**，实现营收 3.62 亿元，同比+18.09%，主要是公司加大新产品开发，同时扩大电力、数据中心等多行业客户的开拓；**2) 机房环境一体化产品**，实现营收 2.24 亿元，同比-30.57%，主要是外部环境导致客户在开工和交付上有所延迟，但框架合同订单将在 2023 年执行完毕；**3) 代维服务**，实现营收 0.25 亿元，同比-3.09%。在现有的通信客户之外，公司也积极向电力、数据中心等客户进行开拓，我们认为，随着公司积压订单的逐步交付，以及新客户的不断拓展，未来各业务有望快速回升。

图表5: 2020-2022 年佳力图分业务营收情况 (亿元)

图表6: 2020-2022 年佳力图分业务毛利率 (%)

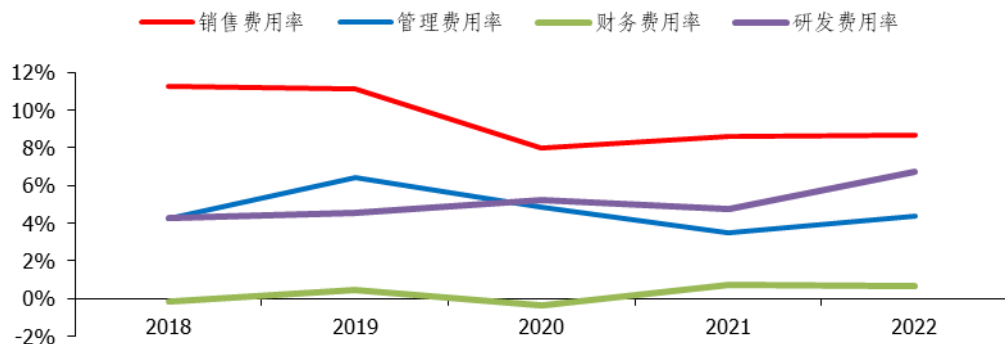


资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

费用率有所上升, 持续加大研发投入。从费用端来看, 2022 年, 公司期间费用 1.27 亿元, 同比+8.55%, 其中, 销售费用/管理费用/财务费用/研发费用分别为 0.54/0.27/0.04/0.42 亿元, 同比分别-5.26%/+17.39%/-20.00%/+31.25%; 期间费用率为 20.48%, 同比+2.88%, 其中, 销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 9%/4%/1%/7%, 同比分别+0.09/+0.87/-0.06/+1.98pct。单四季度来看, 销售费用/管理费用/财务费用/研发费用分别为 0.14/0.07/0.17/-0.02 亿元, 同比分别持平/+16.67%/-300.00%/+54.55%, 环比分别-6.67%/持平/-166.67%/+70.00%。公司持续加大研发投入, 主要投向带封闭式高效冷却循环的通信模块、数据中心冷冻站集中控制系统、CPU 液冷技术等 20 项在研项目, 截至 2022 年末, 公司拥有的核心技术有 43 项。我们认为, 随着公司持续推动产品和技术的创新研发, 不断加强为客户提供完善服务的能力, 公司有望持续提升品牌力和竞争优势, 有助于客户的维护和市场的持续开拓。

图表 7: 2018-2022 年佳力图期间费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院


## 二、专注机房环境控制领域, 数字经济助推下游需求持续提升

专注于数据机房环境控制, 服务运营商等优质客户。公司主要从事机房环境控制领域, 为数据机房等精密环境控制领域提供节能、控温设备以及相关节能技术服务。公司产品应用于数据中心机房、通信基站以及其他恒温恒湿等精密环境, 公司客户涵盖政府部门以及通信、金融、互联网、医疗、轨道交通、航空、能源等众多行业, 包括中国电信、中国联通、中国移动、华为等知名企业, 丰富的优质客户资源为公司在业内树立了良好的品牌形象, 为公司未来持续稳定发展奠定了坚实的基础。

产品线丰富, 技术实力雄厚。公司主要产品为精密空调设备、机房环境一体化产品两大

类，**1) 机房环境一体化方面**，为客户数据中心提供整体化交付解决方案，可满足超级计算机、数据中心、户外机柜等多种环境需求，产品类型包括冷水机组、集装箱冷站、集装箱数据中心、新型末端产品、湿膜恒湿机、边缘计算基础设施柜等；**2) 精密空调**，运用了公司自主研发的中温和低温环境恒温恒湿技术，具备较高技术水平，产品根据功能和应用场景分为多个系列，已应用于图书场馆、博物场馆、高档酒类储藏室、实验室等智能建筑的环境控制领域。**3) 服务方面**，公司凭借多年的技术积累和在节能控制方面的领先技术，为客户提供技术服务业务，包括旨在解决老旧数据中心高能耗问题的节能改造服务，以及数据中心的运行维护服务等。

图表8: 佳力图主要产品情况

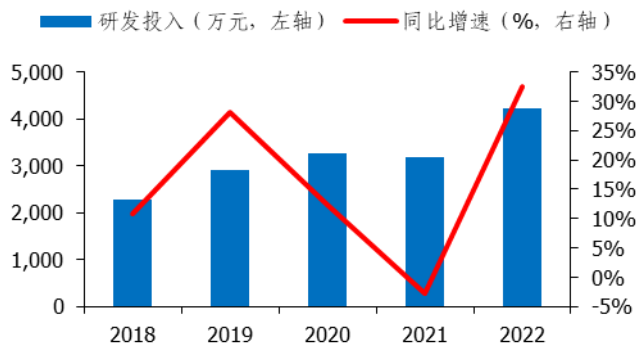
产品	产品类型	代表图片	应用领域
精密空调	氟泵双循环节能空调系列、定点制冷系列等多系列产品		广泛应用于 IDC 数据中心机房、银行、证券、政府、IT 行业、医院等机构对环境温湿度要求高的场所
	冷水机组、集装箱冷站		IDC 数据中心、大型计算机机房、博物馆、常年对制冷有需求的场所
	集装箱数据中心		企业主数据中心之外的灾备站点、数据业务动态部署、数据中心临时扩容、各个行业领域分支机构信息点机房
机房环境一体化产品	新型末端产品		IDC 数据中心、通信机房
	湿膜恒湿机		广泛应用于 IDC 数据中心机房、银行、证券、政府、IT 行业、医院等机构对环境温湿度要求高的场所
	边缘计算基础设施柜		网络运营商营业厅、多行业小型网点和分支机构等各类边缘计算场景

资料来源: 公司 2022 年报, 长城证券产业金融研究院

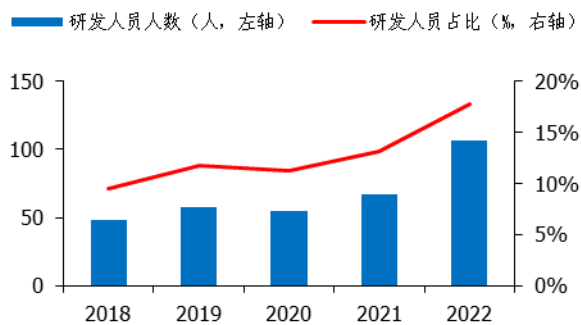
公司始终将技术研发放在首位，坚持以技术为驱动。截至 2022 年，公司配备有 106 人的专业研发技术队伍，掌握了 43 项国内领先的核心技术，公司及子公司已获得 25 项国家发明专利，174 项实用新型专利，39 项软件著作权，始终处于行业的前沿。

图表9: 2018 年-2022 年佳力图研发投入及增速

图表10: 2018 年-2022 年佳力图研发人员数量及占比



资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院



资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院

**云计算等新兴产业快速发展，数据中心基础设施建设迎发展新机遇。**随着国家对数字经济新兴产业的重视，对云计算、下一代网络的积极推进，国内数据中心基础设施市场迎来新的发展机遇。一方面，基于云计算的数据中心建设进一步推进，并成为不少政府园区关注引进的重点；另一方面，基于移动互联网的应用发展迅速，SNS、电子商务、视频等业务的大规模增加给数据中心基础设施市场带来了持续增长，从而对机房环境控制产品的需求仍然较为旺盛；此外，数据量的爆发式增长，也推动了数据处理方式的巨大变革，传统数据中心要面对能耗、管理效率、高可用性、安全和业务持续性等一系列挑战，对机房环境控制提出了新的需求，行业也迎来巨大的市场机遇。而公司自身具有多年的数据中心等精密环境控制领域产品研发制造经验、信息机房环境保障经验、数据中心基础环境设施维护经验，项目工程实施和售后服务经验等优势，有望享受行业增长红利获得快速增长。

**收购、参股行业内优质企业，优化产业结构。**2022年7月，公司全资收购北京瑞达云迅科技有限责任公司100%股权；2022年8月，公司通过瑞达云讯增持上海电信住宅宽频网络有限公司，增持后合计持有上海电信宽频40%股权。1) 瑞达云迅致力云视频业务和SD-WAN网络加速服务，以及面向不同行业的互联网组网、互联网通信等产品的研发和运营，其多款产品已经与中国电信建立了深度的合作。通过此次收购，瑞达云迅将对公司主营业务及数据中心项目形成互补，助力公司打造绿色节能一体化大数据解决方案产品以及数据服务体系。2) 上海电信宽频主要经营业务为基础电信业务，宽带网络的开发，宽带网络的多媒体信息服务，楼宇智能化建设，网络及电子信息技术咨询服务等。通过此次加大持股比例，公司与上海电信宽频形成战略合作关系，以上海为主要目标市场，在双碳背景下，拓展节能改造、数据中心服务平台业务。

### 三、盈利预测与投资评级

我们预计公司2023-2025年归母净利润为1.15/1.50/1.81亿元，EPS分别为0.38/0.49/0.60元，当前股价对应PE分别为34.6/26.5/22.0，鉴于公司所处行业快速发展，公司积压订单逐步交付并不断向新领域客户拓展，业绩有望持续增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 四、风险提示

技术商业化落地不及预期；市场拓展不及预期；原材料价格波动；宏观经济波动风险。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1582	1402	1990	3687	1850
现金	818	678	812	2647	667
应收票据及应收账款	233	264	309	419	429
其他应收款	6	7	12	10	14
预付账款	3	1	4	2	5
存货	241	278	441	481	593
其他流动资产	281	173	412	128	141
<b>非流动资产</b>	397	618	658	699	735
长期投资	58	86	87	88	89
固定资产	72	68	157	224	278
无形资产	59	59	56	53	51
其他非流动资产	208	404	358	333	317
<b>资产总计</b>	1978	2020	2648	4386	2585
<b>流动负债</b>	573	722	1272	2967	1102
短期借款	200	280	150	80	60
应付票据及应付账款	219	324	267	467	377
其他流动负债	153	118	855	2421	665
<b>非流动负债</b>	389	296	259	227	187
长期借款	361	269	235	200	161
其他非流动负债	27	27	23	28	26
<b>负债合计</b>	961	1019	1531	3195	1289
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	217	304	304	304	304
资本公积	421	336	336	336	336
留存收益	332	314	379	471	586
归属母公司股东权益	1017	1001	1117	1191	1296
<b>负债和股东权益</b>	1978	2020	2648	4386	2585

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	74	71	333	1996	-1821
净利润	85	37	115	150	181
折旧摊销	11	11	14	24	33
财务费用	5	4	-3	-38	-42
投资损失	-13	-14	-13	-12	-13
营运资金变动	-41	7	227	1880	-1968
其他经营现金流	27	27	-8	-8	-12
<b>投资活动现金流</b>	-31	-120	-93	-28	-70
资本支出	169	200	60	57	64
长期投资	-26	-36	-1	-1	-1
其他投资现金流	164	117	-32	30	-5
<b>筹资活动现金流</b>	174	-88	-106	-133	-88
短期借款	140	80	-130	-70	-20
长期借款	110	-92	-34	-35	-39
普通股增加	0	87	0	0	0
资本公积增加	3	-85	0	0	0
其他筹资现金流	-79	-78	58	-28	-29
<b>现金净增加额</b>	218	-136	134	1835	-1980

## 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	667	625	807	970	1140
营业成本	446	458	575	691	806
营业税金及附加	6	4	7	7	9
营业费用	57	54	65	80	92
管理费用	23	27	31	44	51
研发费用	32	42	45	65	76
财务费用	5	4	-3	-38	-42
资产减值损失	-15	-12	-14	-19	-21
其他收益	5	12	7	8	8
公允价值变动收益	1	-1	0	-1	-0
投资净收益	13	14	13	12	13
资产处置收益	-2	0	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	99	38	129	167	202
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	1	0
<b>利润总额</b>	100	39	129	167	202
所得税	14	2	14	17	21
<b>净利润</b>	85	37	115	150	181
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	85	37	115	150	181
EBITDA	122	64	142	154	195
EPS (元/股)	0.28	0.12	0.38	0.49	0.60

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	6.7	-6.3	29.1	20.3	17.5
营业利润 (%)	-24.1	-61.6	240.5	29.5	20.4
归属母公司净利润 (%)	-26.4	-57.1	215.7	30.2	20.7
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	33.1	26.7	28.7	28.7	29.3
净利率 (%)	12.8	5.8	14.3	15.5	15.9
ROE (%)	8.4	3.6	10.3	12.6	14.0
ROIC (%)	5.9	3.2	7.3	7.5	9.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	48.6	50.4	57.8	72.8	49.9
净负债比率 (%)	-23.1	-11.0	-31.5	-191.6	-27.5
流动比率	2.8	1.9	1.6	1.2	1.7
速动比率	2.3	1.5	1.2	1.1	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.8	2.5	2.8	2.7	2.7
应付账款周转率	2.3	2.0	2.4	2.2	2.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.28	0.12	0.38	0.49	0.60
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.24	0.24	1.10	6.57	-5.99
每股净资产 (最新摊薄)	3.19	3.14	3.52	3.77	4.11
<b>估值比率</b>					
P/E	46.8	109.1	34.6	26.5	22.0
P/B	4.1	4.2	3.7	3.5	3.2
EV/EBITDA	29.1	58.9	24.4	10.2	17.9

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686