

安科瑞 (300286.SZ)

Q1 业绩符合预期，后续盈利有望提速

Q1 业绩符合预期，后续有望提速。公司发布 2023 年一季报，实现营收 2.3 亿元，同增 11%，当前行业需求持续恢复，2023Q1 营收增长较 2022 年已有所提速，但由于一二月分别有宏观特殊事件冲击及春节因素，收入跨入高速增长区间尚需时间。2023Q1 实现归母净利润 0.42 亿元，同增 33%，处此前业绩预告中值水平，符合预期，增速较快主要系公司毛利率提升，以及 Q1 增值税即征即退金额及政府补助增加（其他收益 1456 万元，YoY+608 万元）；扣非后归母净利润 0.37 亿元，同增 26%。展望 2023 年后续季度，预计经营环境较 2022 年同期将明显好转，企业微电网项目招投标、原材料采购、产品物流、现场调试等工作均进入正常节奏，同时在新型电力系统加速构建、电力数字化智能化发展提速背景下，工商业能效综合管理系统需求有望保持旺盛，驱动公司营收业绩加速增长。

毛利率提升，费用率有所上升，现金流出同比明显收窄。2023Q1 公司毛利率 47.5%，YoY+2.2 个 pct，预计主要系公司持续推动产品迭代升级，软件占比增大，项目整体毛利率有所提升。期间费用率 34.0%，YoY+1.8 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 YoY+0.7/-0.6/+1.6/+0.1 个 pct，销售费用率提升主要系公司加快区域市场开拓和新产品推广；研发费用率升幅较大，主要系公司当前持续加大企业微电网新产品研发，相关投入增加。Q1 基本未计提资产（含信用）减值损失，同比无明显变化。归母净利率 18.2%，YoY+2.9 个 pct。2023Q1 经营活动现金净流出 0.39 亿元，流出规模同比收窄约 0.23 亿元，主要系公司持续注重现金流管控，加强销售回款，防范资金风险。2023Q1 收现比/付现比分别为 108%/147%，YoY+1/-20 个 pct。

EMS2.0 有望步入业绩释放期，EMS3.0 打开更广阔的成长空间。2022 年公司已完成 EMS1.0（23 个子系统模块）向 EMS2.0（统一平台、互联互通）产品升级，针对 18 个行业形成了平台化方案，通过设计院推广模式积累了较多潜在订单，并已有的一些项目实现落地（截至 2022 年末，公司有 1.85 万个项目备案，将在三年内逐步落地转化，订单储备丰富），已基本形成公司全新的产品和推广模式，2023 年公司 EMS2.0 产品有望步入业绩释放期。同时，目前公司已初步完成 EMS3.0 开发工作，搭建了具备光储充调度功能的能量管理平台，作为未来搭建 EMS3.0 智慧能源平台的基础，后续有望逐步落地推广。未来随着储能和充电桩大量应用、工商业电价上涨、峰谷价差拉大，EMS3.0 智慧能源平台需求有望持续提升，打造增长新引擎。

投资建议：我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.0/4.1/5.5 亿元，同比增长 77%/35%/35%，2022-2025 年 CAGR 为 48%，EPS 分别 1.41/1.91/2.58 元，当前股价对应 PE 为 25/18/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新业务开拓不及预期风险，盈利能力下降风险，政策推进不及预期风险，固定资产折旧风险等。

| 财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 1,017 | 1,019 | 1,762 | 2,380 | 3,214 |
| 增长率 yoy（%） | 41.5 | 0.2 | 73.0 | 35.1 | 35.0 |
| 归母净利润（百万元） | 170 | 171 | 302 | 409 | 553 |
| 增长率 yoy（%） | 40.0 | 0.3 | 77.2 | 35.3 | 35.3 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.79 | 0.79 | 1.41 | 1.91 | 2.58 |
| 净资产收益率（%） | 17.4 | 14.9 | 21.5 | 23.1 | 24.2 |
| P/E（倍） | 44.3 | 44.1 | 24.9 | 18.4 | 13.6 |
| P/B（倍） | 7.7 | 6.6 | 5.4 | 4.2 | 3.3 |

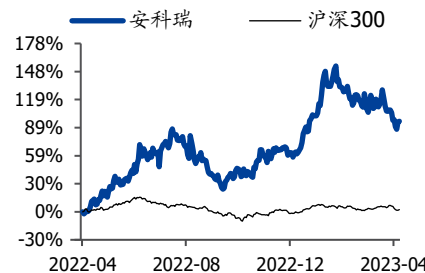
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

买入（维持）

股票信息

| | |
|---------------|----------|
| 行业 | 电网设备 |
| 前次评级 | 买入 |
| 4月27日收盘价(元) | 35.08 |
| 总市值(百万元) | 7,532.24 |
| 总股本(百万股) | 214.72 |
| 其中自由流通股(%) | 81.34 |
| 30日日均成交量(百万股) | 2.11 |

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

研究助理 池之恒

执业证书编号：S0680122030019

邮箱：chizhiheng6@gszq.com

相关研究

- 《安科瑞 (300286.SZ)：22 年经营整体稳健，23Q1 业绩快速恢复》2023-03-18
- 《安科瑞 (300286.SZ)：盈利稳健符合预期，今年有望显著提速》2023-02-28
- 《安科瑞 (300286.SZ)：盈利延续稳健态势，虚拟电厂业务加码》2022-10-27



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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1021 | 1184 | 1873 | 2062 | 3174 |
| 现金 | 115 | 162 | 253 | 443 | 743 |
| 应收票据及应收账款 | 121 | 153 | 350 | 443 | 628 |
| 其他应收款 | 1 | 2 | 4 | 4 | 7 |
| 预付账款 | 6 | 6 | 15 | 13 | 24 |
| 存货 | 249 | 218 | 607 | 515 | 1129 |
| 其他流动资产 | 528 | 643 | 643 | 643 | 643 |
| 非流动资产 | 395 | 392 | 478 | 555 | 612 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 192 | 222 | 302 | 375 | 430 |
| 无形资产 | 34 | 32 | 31 | 31 | 30 |
| 其他非流动资产 | 169 | 138 | 144 | 149 | 152 |
| 资产总计 | 1415 | 1577 | 2350 | 2617 | 3787 |
| 流动负债 | 431 | 428 | 942 | 842 | 1501 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 305 | 291 | 740 | 650 | 1225 |
| 其他流动负债 | 126 | 137 | 202 | 192 | 276 |
| 非流动负债 | 5 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 5 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 负债合计 | 436 | 430 | 944 | 844 | 1504 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 215 | 215 | 215 | 215 | 215 |
| 资本公积 | 125 | 133 | 133 | 133 | 133 |
| 留存收益 | 702 | 830 | 1039 | 1329 | 1729 |
| 归属母公司股东权益 | 979 | 1147 | 1407 | 1773 | 2283 |
| 负债和股东权益 | 1415 | 1577 | 2350 | 2617 | 3787 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 112 | 163 | 231 | 326 | 419 |
| 净利润 | 170 | 171 | 302 | 409 | 553 |
| 折旧摊销 | 24 | 28 | 28 | 37 | 46 |
| 财务费用 | 0 | 0 | -6 | -10 | -18 |
| 投资损失 | -8 | -10 | -10 | -10 | -9 |
| 营运资金变动 | -108 | -52 | -83 | -100 | -153 |
| 其他经营现金流 | 35 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | 26 | -86 | -103 | -104 | -94 |
| 资本支出 | 29 | 29 | 86 | 77 | 57 |
| 长期投资 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 55 | -55 | -17 | -27 | -36 |
| 筹资活动现金流 | -72 | -11 | -37 | -32 | -25 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 12 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -84 | -19 | -37 | -32 | -25 |
| 现金净增加额 | 66 | 66 | 91 | 190 | 300 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1017 | 1019 | 1762 | 2380 | 3214 |
| 营业成本 | 552 | 549 | 949 | 1280 | 1727 |
| 营业税金及附加 | 8 | 9 | 16 | 21 | 28 |
| 营业费用 | 121 | 137 | 194 | 257 | 337 |
| 管理费用 | 74 | 67 | 115 | 148 | 199 |
| 研发费用 | 112 | 121 | 206 | 276 | 370 |
| 财务费用 | 0 | 0 | -6 | -10 | -18 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 33 | 42 | 26 | 25 | 23 |
| 公允价值变动收益 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 8 | 10 | 10 | 10 | 9 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 190 | 184 | 326 | 444 | 603 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 190 | 184 | 326 | 444 | 603 |
| 所得税 | 20 | 14 | 23 | 35 | 50 |
| 净利润 | 170 | 171 | 302 | 409 | 553 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 170 | 171 | 302 | 409 | 553 |
| EBITDA | 210 | 207 | 347 | 471 | 632 |
| EPS (元) | 0.79 | 0.79 | 1.41 | 1.91 | 2.58 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 41.5 | 0.2 | 73.0 | 35.1 | 35.0 |
| 营业利润(%) | 46.1 | -3.3 | 77.0 | 36.4 | 35.7 |
| 归属于母公司净利润(%) | 40.0 | 0.3 | 77.2 | 35.3 | 35.3 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 45.7 | 46.1 | 46.2 | 46.2 | 46.3 |
| 净利率(%) | 16.7 | 16.7 | 17.2 | 17.2 | 17.2 |
| ROE(%) | 17.4 | 14.9 | 21.5 | 23.1 | 24.2 |
| ROIC(%) | 17.0 | 14.5 | 21.1 | 22.5 | 23.5 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 30.8 | 27.2 | 40.2 | 32.3 | 39.7 |
| 净负债比率(%) | -11.8 | -14.1 | -18.0 | -25.0 | -32.5 |
| 流动比率 | 2.4 | 2.8 | 2.0 | 2.4 | 2.1 |
| 速动比率 | 1.0 | 1.4 | 0.9 | 1.4 | 1.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 8.7 | 7.4 | 7.0 | 6.0 | 6.0 |
| 应付账款周转率 | 2.1 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.79 | 0.79 | 1.41 | 1.91 | 2.58 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.52 | 0.76 | 1.07 | 1.52 | 1.95 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.56 | 5.34 | 6.55 | 8.26 | 10.63 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 44.3 | 44.1 | 24.9 | 18.4 | 13.6 |
| P/B | 7.7 | 6.6 | 5.4 | 4.2 | 3.3 |
| EV/EBITDA | 34.3 | 34.2 | 20.2 | 14.5 | 10.3 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

图表 1: 重点财务数据一览

| 单位: 百万元 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2022—季单季 | 2023—季单季 |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 458 | 600 | 719 | 1,017 | 1,019 | 207 | 230 |
| 营业成本 | 229 | 317 | 383 | 552 | 549 | 113 | 121 |
| 毛利率 | 49.89% | 47.17% | 46.70% | 45.72% | 46.15% | 45.32% | 47.51% |
| 销售费用 | 67 | 87 | 97 | 121 | 137 | 25 | 30 |
| 管理费用 | 36 | 53 | 59 | 74 | 67 | 18 | 18 |
| 研发费用 | 42 | 53 | 76 | 112 | 121 | 24 | 30 |
| 财务费用 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用率 | 14.64% | 14.43% | 13.50% | 11.94% | 13.50% | 12.22% | 12.87% |
| 管理费用率 | 7.88% | 8.90% | 8.17% | 7.30% | 6.58% | 8.52% | 7.92% |
| 研发费用率 | 9.14% | 8.77% | 10.52% | 11.06% | 11.89% | 11.50% | 13.14% |
| 财务费用率 | -0.31% | -0.02% | -0.05% | -0.01% | -0.02% | 0.01% | 0.06% |
| 期间费用率 | 31.34% | 32.07% | 32.13% | 30.29% | 31.95% | 32.24% | 33.99% |
| 资产(含信用)减值损失 | 1 | -2 | -4 | -1 | 3 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 11 | 12 | 10 | 8 | 10 | 1 | 4 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 112 | 118 | 130 | 190 | 184 | 34 | 48 |
| 所得税 | 15 | 5 | 8 | 20 | 14 | 3 | 6 |
| 所得税率 | 13.66% | 4.05% | 6.51% | 10.48% | 7.45% | 7.80% | 12.27% |
| 少数股东损益占比 | -0.01% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | -0.01% | 0.00% | -0.23% |
| 归母净利润 | 97 | 113 | 121 | 170 | 171 | 32 | 42 |
| 净利率 | 21.21% | 18.87% | 16.90% | 16.72% | 16.75% | 15.22% | 18.17% |
| 摊薄EPS(元) | 0.4522 | 0.5275 | 0.5656 | 0.7920 | 0.7946 | 0.1468 | 0.1948 |
| 经营性现金流净额 | 86 | 163 | -44 | 112 | 163 | -62 | -39 |
| 收现比 | 60% | 104% | 81% | 87% | 94% | 107% | 108% |
| 付现比 | 2% | 79% | 93% | 78% | 79% | 167% | 147% |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com