

## 2020 年报点评: 2020 全年及一季度业绩稳步向上, 机房空调和 IDC 双主业助力长期增长买入 (维持)

2021 年 04 月 16 日

证券分析师 侯宾

执业证号: S0600518070001  
021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	625	949	1,394	1,674
同比 (%)	-2.1%	51.9%	46.9%	20.0%
归母净利润 (百万元)	116	167	229	275
同比 (%)	36.7%	44.3%	37.5%	20.0%
每股收益 (元/股)	0.53	0.77	1.06	1.27
P/E (倍)	26.04	18.04	13.12	10.93

### 投资要点

- **事件:** 4月16日, 佳力图发布2020年年度报告以及2021Q1业绩报告, 2020全年实现营业总收入为6.25亿元, 同比-2.11%, 实现归母净利润1.16亿元, 同比+36.70%。2021Q1实现营业总收入1.37亿元, 同比+73.22%, 实现归母净利润0.22亿元, 同比+648.61%。公司业绩持续向好, 符合我们预期。
- **经营业绩稳步向上, 盈利能力表现优异:** 佳力图2020年全年实现营业总收入为6.25亿元, 同比下降2.11%, 实现归母净利润1.16亿元, 同比上升36.70%。其中Q4单季度实现营业总收入1.77亿元, 同比上升30.55%, 实现归母净利润0.33亿元, 同比上升274.27%, 同比增速较Q3(85.09%)提升189.18pp。2021Q1实现营业总收入1.37亿元, 同比+73.22%, 实现归母净利润0.22亿元, 同比+648.61%。公司盈利能力来看, 公司盈利能力领先同行, 2020年全年公司销售毛利率为39.51%, 较前三季度(40.00%)下降0.49pp; 销售净利率为18.46%, 较前三季度(18.50%)小幅下降0.04pp, 但总体仍处于行业最高水平。当前公司在手订单充沛, 截止2020年12月31日, 公司在手订单达到6.50亿元, 为未来业绩增长奠定基础。
- **机房空调和 IDC 业务共振, 为未来业绩提升奠定坚实基础:** 机房空调方面, 公司深度绑定运营商大客户, 持续提升在运营商客户端的竞争地位, 3月公司成功入选中国移动2021-2023年机房空调集采, 中标份额达到3.73亿元, 排名第一。受益国内三大运营商重点布局云计算, 加快数据中心建设, 公司机房空调业务下游需求持续增长。IDC方面, 当前公司数据中心建设持续推进, 同时下游客户端拓展进度顺利。公司预期2021年内一期项目将贡献收入, 2022年内二期项目也将实现交付, 数据中心交付将给公司未来业绩贡献有力增量。
- **盈利预测与投资评级:** 由于以中国移动为主的运营商持续加大 IDC 建设投入, 同时佳力图在运营商机房空调中持续占据重要份额, 我们将2021-2022年的EPS从0.74/1.03元上调至0.77/1.06元, 预计2023年EPS为1.27元, 当前市值对应2021-2023年PE为18/13/11倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 国内运营商和云厂商数据中心建设放缓风险, IDC订单推进进度低于预期的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	13.88
一年最低/最高价	11.00/26.89
市净率(倍)	3.16
流通 A 股市值(百万元)	2952.52

### 基础数据

每股净资产(元)	4.29
资产负债率(%)	40.76
总股本(百万股)	216.91
流通 A 股(百万股)	212.72

### 相关研究

- 1、《佳力图 (603912): 2020 年业绩快报点评: 业务进展顺利, 2020 年业绩维持高速增长》2021-03-22
- 2、《佳力图 (603912): 三季度业绩再创新高, 机房空调业务表现优异, IDC 业务打开长期成长空间》2020-10-27
- 3、《佳力图 (603912): 二季度业务快速恢复、在手订单充足, 持续看好公司机房环控与 IDC 业务发展》2020-09-02

## 1. 经营业绩稳步向上，盈利能力表现优异

### 1.1. 快速走出疫情影响，经营业绩稳步向上

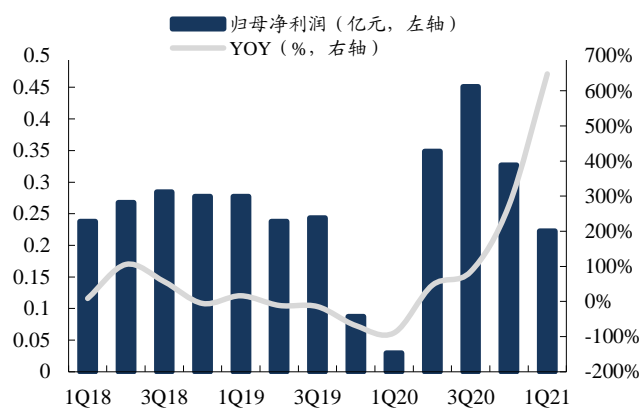
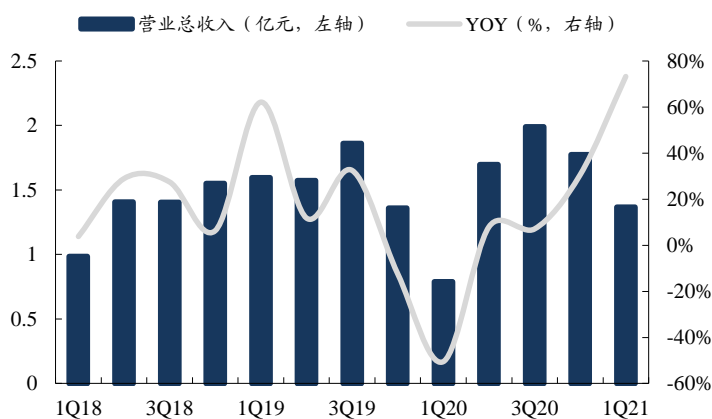
佳力图 2020 年全年实现营业总收入为 6.25 亿元，同比下降 2.11%，实现归母净利润 1.16 亿元，同比上升 36.70%。公司营业总收入下滑的主要原因是疫情影响导致一季度营收大幅度下跌，但二季度以来公司业绩恢复良好，加快产品生产交付，同时大力拓展业务规模，全年取得了良好的经营业绩。2020Q4 单季度实现营业总收入 1.77 亿元，同比上升 30.55%，实现归母净利润 0.33 亿元，同比上升 274.27%，同比增速较 Q3(85.09%)提升 189.18pp。

2021 年 Q1 单季度，公司实现营业总收入 1.37 亿元，同比上升 73.22%，实现归母净利润 0.22 亿元，同比上升 648.61%，同比增速较 2020Q4 提升 374.34pp；实现扣非归母净利润 0.21 亿元，同比上升 1533.41%，一季度净利润大幅上涨的主要原因是公司去年受疫情影响，Q1 业绩大幅下滑所致。

当前公司在手订单充沛，截止 2020 年 12 月 31 日，公司在手订单达到 6.50 亿元，为未来业绩增长奠定基础。另一方面，公司持续提升在大客户端的竞争地位，公司成功入选中国移动 2021-2023 年机房空调集采，中标份额达到 3.73 亿元，排名第一。

图 1: 佳力图单季度营业总收入及同比增速 (亿元, %)

图 2: 佳力图单季度归母净利润及同比增速 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

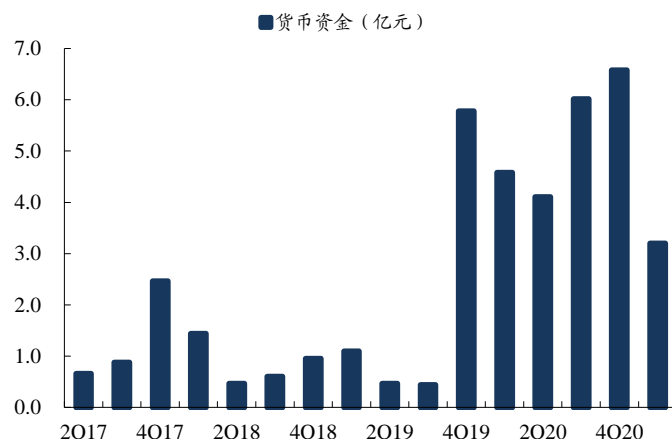
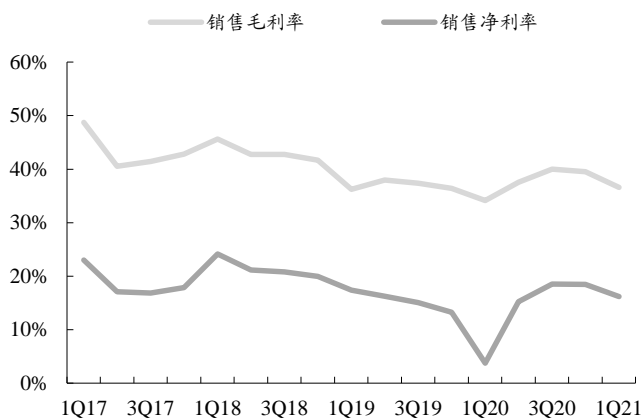
### 1.2. 盈利能力业内领先，现金流充沛

公司产品盈利能力平稳。2020 年全年公司销售毛利率为 39.51%，较前三季度 (40.00%) 下降 0.49 pp；销售净利率为 18.46%，较前三季度 (18.50%) 小幅下降 0.04pp。2021 年 Q1 公司销售毛利率为 36.62%，较 2020 年下降 2.89pp；销售净利率为 16.20%，较 2020 年下降 2.26pp。

目前公司货币资金充足,现金流情况良好。2020年公司货币资金存量为6.58亿元,同比提升13.87%,环比提升9.43%。考虑到现金流充足,公司购买了较多现金理财项目,2020年公司交易性金融资产为2.91亿元,较2019年末(1.32亿元)提升了120.04%。2021年Q1公司货币资金存量为3.20亿元,同比下降30.05%,环比下降51.32%。2021年Q1公司交易性金融资产为5.08亿元,同比增长139.90%。

图3: 佳力图销售毛利率、净利率(%)

图4: 佳力图货币资金(亿元)

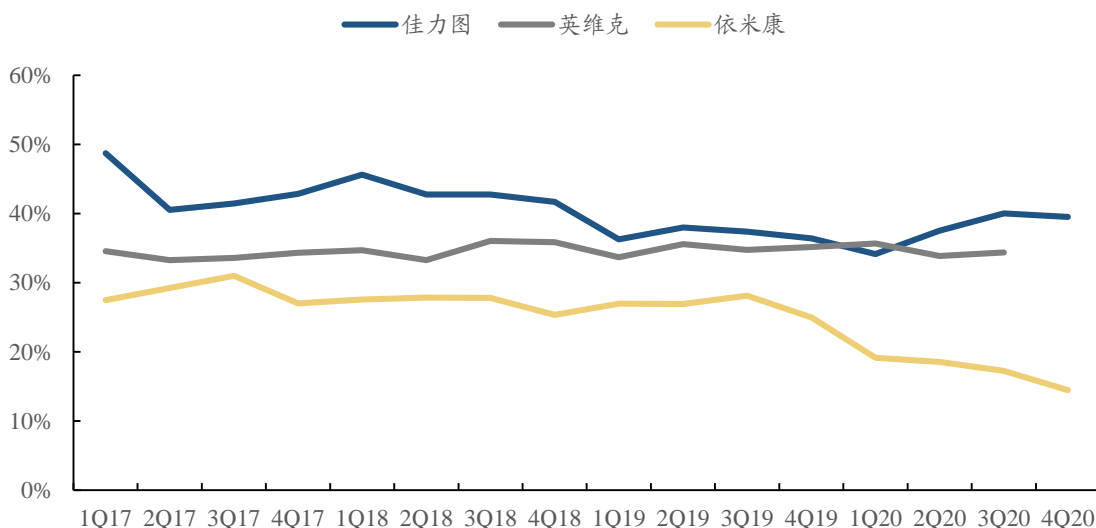


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

同业对比来看,佳力图产品竞争优势突出,销售毛利率同业最高。一方面,公司深度绑定运营商大客户,持续获得优质订单;另一方面,公司不断增强核心部件自产能力,除压缩机和风机外,公司空调产品其他核心配件均实现自产,同时,大力开发新产品,利用磁悬浮技术生产的空调能耗相比传统产品可下降20%。

图9: 国内主要机房空调供应商销售毛利率(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

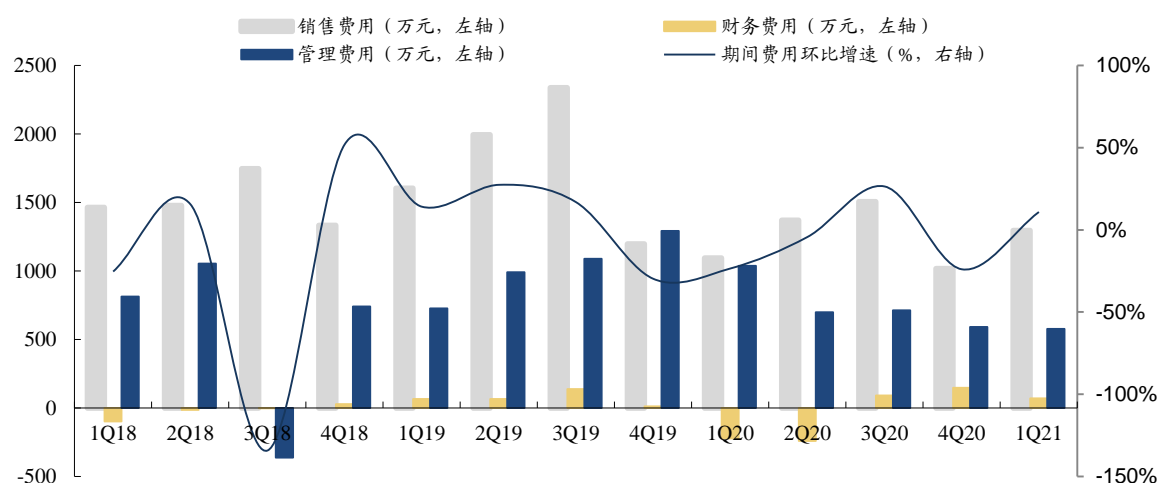
### 1.3. 费用控制能力良好，保持研发投入

佳力图费用控制能力稳定。2020年Q4公司发生销售费用、管理费用和财务费用合计1754.15万元，同比下降29.86%，环比下降24.02%。Q4三项费用占营收9.89%，较Q3（11.60%）环比下降1.71pp。2021年Q1公司发生销售费用、管理费用和财务费用合计1943.38万元，同比上升1.65%，环比上升10.79%。三项费用占营收14.22%，较2020年Q4（9.89%）环比上升4.33pp。

2020年全年销售费用4985.87万元，同比下降30.09%，主要原因是股利支付摊销减少以及按新准则费用明细科目调整；全年管理费用3039.43万元，同比下降25.82%；全年财务费用-222.92万元，同比下降179.27%，财务费用下降的主要原因是存款大幅度提升产生利息收入。

2021年Q1发生销售费用1295.78万元，同比上升18.44%，环比上升27.44%；发生管理费用576.24万元，同比下降44.51%，环比下降2.36%；发生财务费用71.36万元，同比下降132.33%，环比下降51.51%。

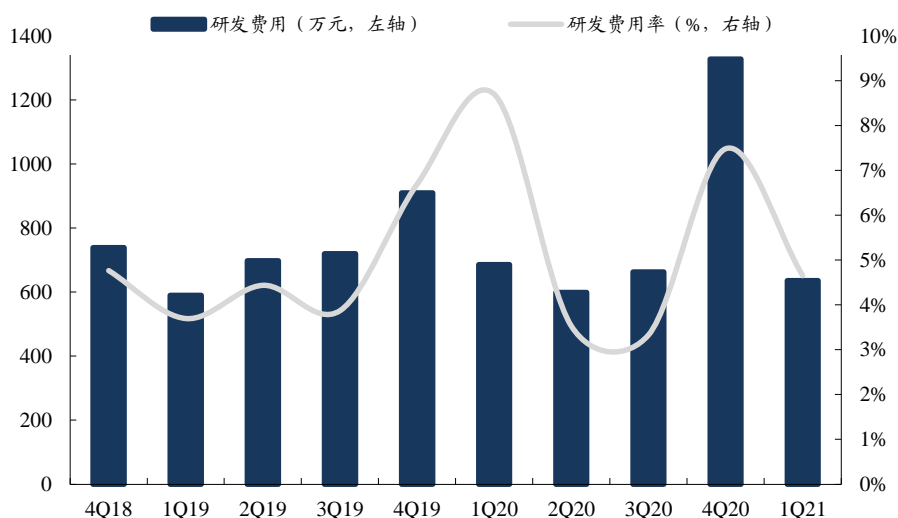
图5：佳力图三大费用明细（万元）及环比增速（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

佳力图重视研发，持续加强产品开发提升产品性能。2020全年，公司发生研发费用3275.20万元，同比上升12.27%，其中Q4发生研发费用1327.54万元，同比上升45.92%，环比上升100.33%。Q4单季度公司研发费用率为7.48%，环比上升4.15pp。2021年Q1发生研发费用635.81万元，同比下降7.35%，单季度研发费用率为4.65%，环比下降2.83pp。一方面，公司加强与高等院校、行业专家等机构、人士的合作，加强技术研发团队建设，推动尖端理论研究和实践；另一方面，公司充分发挥节能控制方面的技术优势，加快机房智能节能管理系统的研制，提高产品性能指标，提升在机房环境控制一体化解决方案方面的创新能力。

图 6: 佳力图研发费用 (万元) 及费用率 (%)



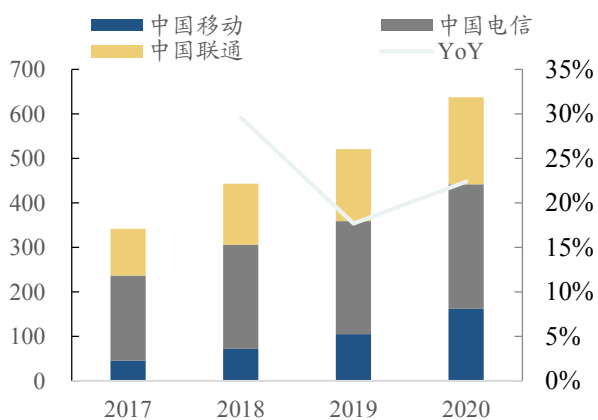
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 空调业务需求持续高增, IDC 业务即将贡献业绩增量

### 2.1. 受益运营商加快 IDC 建设, 空调业务保持高增长

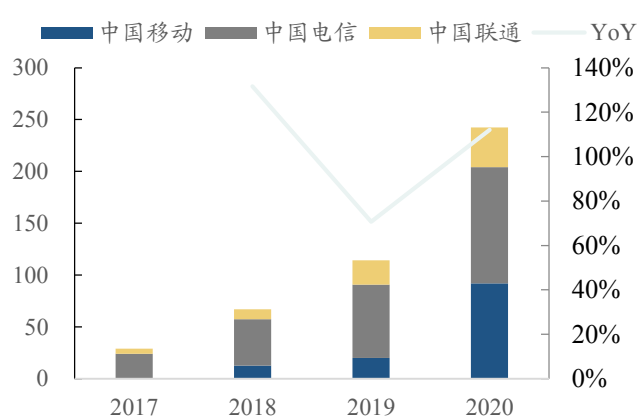
公司收入 60% 以上来自于三大运营商, 当前运营商重点布局云计算, 加快数据中心建设, 将持续带动公司产品下游需求。2020 年三大运营商持续加速 IDC 产业投资及云计算布局, 2020 年三大运营商 IDC 收入合计 637.8 亿元, 相比于 2019 年 (521.1 亿元) 同比增长 22.39%; 云计算收入合计 242.4 亿元, 相比于 2019 年 (114.3 亿元) 同比大幅增长 112.07%。

图 7: 三大运营商 IDC 收入及增速 (亿元, %)



数据来源: 运营商业绩推介材料, 东吴证券研究所

图 8: 三大运营商云计算收入及增速 (亿元, %)



数据来源: 运营商业绩推介材料, 东吴证券研究所

## 2.1. 前瞻布局 IDC 赛道，数据中心即将贡献业绩增量

公司于 2019 年宣布投资 15 亿元建设“南京楷德悠云数据中心项目”，该项目为客户提供机柜租用及运维服务等 IDC 基础服务，总容量据公司预计为 8400 标准机架机柜。当前公司数据中心建设持续推进，同时下游客户端拓展进度顺利。公司预期 2021 年内一期项目将贡献收入，2022 年二期项目也将实现交付，数据中心交付将给公司未来业绩贡献有力增量。

**IDC 业务与传统空调业务产生良好的协同效应，实现“1+1>2”的战略意义：**1) 公司作为机房空调的领先厂商，最重要的技术指标是 PUE，自建机房可成为其展示平台；2) 自建机房可作为公司的研发中心，在自建机房中获得的大量数据将有助于公司产品的进一步改良和升级；3) 公司机房空调产品能耗较低，若采用“包电”模式进行销售，则公司可获得电费部分收益，将进一步对公司业绩产生贡献。

## 3. 盈利预测与投资评级

由于以中国移动为主的运营商持续加大 IDC 建设投入，同时佳力图在运营商机房空调中持续占据重要份额，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 0.74/1.03 元上调至 0.77/1.06 元，预计 2023 年 EPS 为 1.27 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 18/13/11 倍，维持“买入”评级。

## 4. 风险提示

**国内运营商和云厂商数据中心建设放缓风险：**佳力图的主要下游需求来自于运营商和云厂商建设数据中心带来的机房空调需求，如果国内运营商和云厂商建设数据中心的进度放缓，公司业绩将受到影响。

**IDC 订单推进进度低于预期的风险：**公司预计今年将会有机房上架，给收入和利润带来贡献，但如果 IDC 订单推进进度低于预期，可能会使得公司业绩不及预期。

佳力图三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1,439</b>	<b>2,025</b>	<b>2,144</b>	<b>2,571</b>	<b>营业收入</b>	<b>625</b>	<b>949</b>	<b>1,394</b>	<b>1,674</b>
现金	658	706	638	801	减:营业成本	378	590	878	1,056
应收账款	251	491	599	709	营业税金及附加	4	10	14	16
存货	228	511	588	735	营业费用	50	76	109	129
其他流动资产	302	317	318	326	管理费用	30	47	68	79
<b>非流动资产</b>	<b>215</b>	<b>270</b>	<b>337</b>	<b>370</b>	研发费用	33	47	68	79
长期股权投资	24	23	23	23	财务费用	-2	-1	1	5
固定资产	74	122	180	206	资产减值损失	8	9	16	17
在建工程	22	27	33	35	加:投资净收益	10	12	11	12
无形资产	61	63	66	71	其他收益	7	6	7	6
其他非流动资产	34	34	34	34	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,654</b>	<b>2,296</b>	<b>2,480</b>	<b>2,941</b>	<b>营业利润</b>	<b>130</b>	<b>189</b>	<b>258</b>	<b>311</b>
<b>流动负债</b>	<b>416</b>	<b>963</b>	<b>986</b>	<b>1,272</b>	加:营业外净收支	-1	0	0	0
短期借款	60	57	58	57	<b>利润总额</b>	<b>129</b>	<b>189</b>	<b>258</b>	<b>311</b>
应付账款	212	337	499	493	减:所得税费用	14	22	29	36
其他流动负债	144	569	430	721	少数股东损益	-0	0	0	-1
<b>非流动负债</b>	<b>283</b>	<b>265</b>	<b>252</b>	<b>207</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>116</b>	<b>167</b>	<b>229</b>	<b>275</b>
长期借款	251	233	220	175	EBIT	130	180	249	299
其他非流动负债	32	32	32	32	EBITDA	140	191	266	322
<b>负债合计</b>	<b>700</b>	<b>1,229</b>	<b>1,239</b>	<b>1,479</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	2	2	2	1	每股收益(元)	0.53	0.77	1.06	1.27
归属母公司股东权益	952	1,065	1,240	1,461	每股净资产(元)	4.17	4.69	5.50	6.52
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,654</b>	<b>2,296</b>	<b>2,480</b>	<b>2,941</b>	发行在外股份(百万股)	217	217	217	217
					ROIC(%)	38.8%	39.6%	34.3%	39.9%
					ROE(%)	12.1%	15.6%	18.4%	18.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	39.5%	37.9%	37.1%	36.9%
经营活动现金流	27	119	60	306	销售净利率(%)	18.5%	17.6%	16.5%	16.5%
投资活动现金流	72	-54	-73	-44	资产负债率(%)	42.3%	53.5%	49.9%	50.3%
筹资活动现金流	240	-16	-56	-99	收入增长率(%)	-2.1%	51.9%	46.9%	20.0%
现金净增加额	339	48	-69	163	净利润增长率(%)	36.4%	44.3%	37.5%	20.0%
折旧和摊销	11	11	17	23	P/E	26.04	18.04	13.12	10.93
资本开支	38	56	67	33	P/B	3.33	2.96	2.52	2.13
营运资本变动	-114	-46	-177	15	EV/EBITDA	17.08	12.50	9.24	7.00

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>