

# 苏文电能 (300982.SZ)

## Q3 营收加速增长，盈利能力持续提升

**Q3 营收、扣非业绩加速增长，持续受益配售电市场化改革。**公司 2021Q1-3 实现营收 11.9 亿元，同增 32%；实现归母净利润 2.0 亿元，同增 37%，伴随公司市外及省外业务快速拓展、运维业务放量，今年以来公司营收业绩保持较快增长；实现扣非归母净利润 1.9 亿元，同增 46%，扣非业绩增长快于归母业绩主要系去年同期确认政府补助（约 2000 万）较多所致。分季度看，Q1-3 分别实现营收 3.3/3.9/4.7 亿元，同增 86%/14%/22%；分别实现归母净利润约 5900/6800/7600 万元，同增 130%/27%/10%；分别实现扣非后归母净利润约 5800/5600/7500 万元，同增 152%/8%/46%，Q3 单季收入、扣非业绩环比均显著加速。当前我国配售电市场化改革不断深化，公司作为民营配网 EPCO 龙头持续受益，后续增长动力有望不断强化。

**利润率连续四季度同比提升，规模扩张阶段现金流流出增多。**公司 2021Q1-3 毛利率 28.9%，较上年同期提升 1.4 个 pct，已连续 4 个季度同比提升，规模效益不断显现，后续随着公司设备业务发力，产业链整合力度不断加大，毛利率有望继续提升。期间费用率 9.49%，较上年同期提升 0.46 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动-0.05/+0.19/+0.39/-0.07 个 pct，管理费用率提升主要系公司员工福利费、培训费及差旅费有所增加；研发费用率提升主要系公司持续重视研发，相关投入提升所致。资产减值（含信用减值）损失约 1600 万元，较上年同期增加约 400 万元，主要系坏账准备计提有所增加。净利率提升 0.68 个 pct 至 17.08%。2021Q1-3 公司经营性现金流净流出 1.7 亿元，去年同期为净流入约 4600 万元，主要系公司业务处快速扩张期，为增加在手项目信息储备，投标保证金支出增多，同时今年原材料价格快速上涨，公司为锁定较低成本的设备等原材料，向供应商支付力度加大所致。收付现比分别为 82%/106%，同比持平/+19 个 pct。

**配网 EPCO 龙头有望重点受益于双碳目标加速推进。**近期国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案的通知》，在电网体制改革方面，要求明确以消纳可再生能源为主的增量配电网、微电网和分布式电源的市场主体地位，分布式新能源发展促进配电网系统将由原来单一电能分配角色转变为集电能收集、储存、传输和分配于一体的新型电能交换系统，带来配电网功能与投资升级，有望带动公司需求增长、订单规模提升。在节能管理方面，《通知》提出要推行用能预算管理，提高节能管理信息化水平，完善重点用能单位能耗在线监测系统，完善能源计量体系，叠加当前电价上涨预期下，工商业配网节能降耗、智能用电需求有望大幅提升，公司智能运维业务具备成熟解决方案、技术优势明显、客户资源丰富，未来有望持续放量。

**投资建议：**我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.1/4.2/5.7 亿元，同比增长 31%/36%/35%，EPS 分别为 2.21/3.00/4.06 元，2020-2023 年 CAGR 为 34%，当前股价对应 PE 为 29/22/16 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**新能源业务发展不及预期风险，电力行业竞争加剧风险，行业政策落地不及预期风险，核心人才流失风险等。

| 财务指标           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)     | 990   | 1,369 | 1,799 | 2,430 | 3,280 |
| 增长率 yoy (%)    | 48.3  | 38.2  | 31.5  | 35.1  | 35.0  |
| 归母净利润 (百万元)    | 127   | 237   | 311   | 421   | 569   |
| 增长率 yoy (%)    | 90.9  | 86.5  | 30.8  | 35.5  | 35.2  |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 0.91  | 1.69  | 2.21  | 3.00  | 4.06  |
| 净资产收益率 (%)     | 26.6  | 33.2  | 20.3  | 21.8  | 23.0  |
| P/E (倍)        | 71.3  | 38.2  | 29.2  | 21.6  | 16.0  |
| P/B (倍)        | 19.0  | 12.7  | 5.9   | 4.7   | 3.7   |

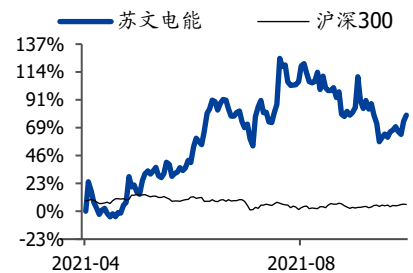
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

|               |          |
|---------------|----------|
| 行业            | 装修装饰     |
| 前次评级          | 买入       |
| 10月27日收盘价(元)  | 64.73    |
| 总市值(百万元)      | 8,928.45 |
| 总股本(百万股)      | 140.32   |
| 其中自由流通股(%)    | 23.71    |
| 30日日均成交量(百万股) | 1.46     |

### 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

### 相关研究

- 《苏文电能 (300982.SZ): 拓展上游电气设备, EPCO 能力再强化》2021-10-21
- 《苏文电能 (300982.SZ): 盈利延续高增趋势, 股权激励强化成长动力》2021-08-26
- 《苏文电能 (300982.SZ): 光伏业务再加码, 成长动力迎强化》2021-08-10

**财务报表和主要财务比率**

| 资产负债表 (百万元)    |       |       |       |       |       | 利润表 (百万元)       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| <b>流动资产</b>    | 859   | 1398  | 2416  | 2915  | 3785  | <b>营业收入</b>     | 990   | 1369  | 1799  | 2430  | 3280  |
| 现金             | 276   | 501   | 1153  | 1406  | 1797  | 营业成本            | 701   | 961   | 1256  | 1693  | 2281  |
| 应收票据及应收账款      | 409   | 707   | 914   | 1199  | 1478  | 营业税金及附加         | 5     | 9     | 7     | 11    | 16    |
| 其他应收款          | 11    | 18    | 20    | 31    | 38    | 营业费用            | 24    | 32    | 47    | 66    | 92    |
| 预付账款           | 32    | 22    | 49    | 46    | 83    | 管理费用            | 59    | 50    | 67    | 91    | 117   |
| 存货             | 127   | 52    | 182   | 133   | 291   | 研发费用            | 35    | 48    | 67    | 90    | 125   |
| 其他流动资产         | 4     | 98    | 98    | 98    | 98    | 财务费用            | -1    | -1    | -7    | -14   | -15   |
| <b>非流动资产</b>   | 107   | 121   | 162   | 218   | 277   | 资产减值损失          | 0     | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 其他收益            | 4     | 23    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 83    | 79    | 112   | 165   | 224   | 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 11    | 14    | 15    | 14    | 14    | 投资净收益           | 0     | 1     | 0     | -1    | 0     |
| 其他非流动资产        | 13    | 28    | 35    | 38    | 40    | 资产处置收益          | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 966   | 1519  | 2578  | 3133  | 4062  | <b>营业利润</b>     | 149   | 271   | 362   | 493   | 666   |
| <b>流动负债</b>    | 465   | 783   | 1029  | 1180  | 1562  | 营业外收入           | 2     | 6     | 3     | 3     | 4     |
| 短期借款           | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 营业外支出           | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款      | 278   | 444   | 499   | 772   | 940   | <b>利润总额</b>     | 151   | 277   | 364   | 496   | 669   |
| 其他流动负债         | 185   | 337   | 527   | 406   | 620   | 所得税             | 23    | 40    | 54    | 75    | 100   |
| <b>非流动负债</b>   | 22    | 20    | 20    | 20    | 20    | <b>净利润</b>      | 127   | 237   | 311   | 421   | 569   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 22    | 20    | 20    | 20    | 20    | <b>归属母公司净利润</b> | 127   | 237   | 311   | 421   | 569   |
| <b>负债合计</b>    | 487   | 803   | 1049  | 1200  | 1583  | EBITDA          | 154   | 274   | 352   | 477   | 648   |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.91  | 1.69  | 2.21  | 3.00  | 4.06  |
| 股本             | 105   | 105   | 140   | 140   | 140   |                 |       |       |       |       |       |
| 资本公积           | 149   | 149   | 669   | 669   | 669   |                 |       |       |       |       |       |
| 留存收益           | 225   | 462   | 755   | 1147  | 1667  |                 |       |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 479   | 716   | 1529  | 1932  | 2480  |                 |       |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 966   | 1519  | 2578  | 3133  | 4062  |                 |       |       |       |       |       |

| 现金流量表 (百万元)    |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| <b>经营活动现金流</b> | 66    | 253   | 196   | 332   | 484   |
| 净利润            | 127   | 237   | 311   | 421   | 569   |
| 折旧摊销           | 12    | 11    | 13    | 19    | 27    |
| 财务费用           | -1    | -1    | -7    | -14   | -15   |
| 投资损失           | 0     | -1    | 0     | 1     | 0     |
| 营运资金变动         | -106  | -16   | -120  | -94   | -97   |
| 其他经营现金流        | 34    | 22    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -8    | -20   | -54   | -75   | -87   |
| 资本支出           | 9     | 13    | 41    | 56    | 60    |
| 长期投资           | 0     | -8    | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 1     | -14   | -13   | -19   | -27   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -6    | 2     | 510   | -3    | -6    |
| 短期借款           | -1    | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 35    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 15    | 0     | 520   | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -19   | 1     | -46   | -3    | -6    |
| <b>现金净增加额</b>  | 53    | 235   | 652   | 253   | 390   |

| 主要财务比率          |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 48.3  | 38.2  | 31.5  | 35.1  | 35.0  |
| 营业利润(%)         | 92.1  | 81.6  | 33.4  | 36.4  | 35.0  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 90.9  | 86.5  | 30.8  | 35.5  | 35.2  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 29.2  | 29.8  | 30.2  | 30.3  | 30.5  |
| 净利率(%)          | 12.9  | 17.3  | 17.3  | 17.3  | 17.3  |
| ROE(%)          | 26.6  | 33.2  | 20.3  | 21.8  | 23.0  |
| ROIC(%)         | 25.0  | 31.3  | 18.9  | 20.1  | 21.3  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 50.4  | 52.9  | 40.7  | 38.3  | 39.0  |
| 净负债比率(%)        | -57.0 | -69.7 | -75.3 | -72.7 | -72.4 |
| 流动比率            | 1.8   | 1.8   | 2.3   | 2.5   | 2.4   |
| 速动比率            | 1.5   | 1.6   | 2.0   | 2.2   | 2.1   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 1.2   | 1.1   | 0.9   | 0.9   | 0.9   |
| 应收账款周转率         | 3.0   | 2.5   | 2.2   | 2.3   | 2.5   |
| 应付账款周转率         | 3.1   | 2.7   | 2.7   | 2.7   | 2.7   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.91  | 1.69  | 2.21  | 3.00  | 4.06  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.47  | 1.80  | 1.40  | 2.36  | 3.45  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 3.41  | 5.10  | 10.90 | 13.77 | 17.67 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 71.3  | 38.2  | 29.2  | 21.6  | 16.0  |
| P/B             | 19.0  | 12.7  | 5.9   | 4.7   | 3.7   |
| EV/EBITDA       | 57.1  | 31.4  | 22.5  | 16.1  | 11.2  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

图表 1: 公司主要财务数据 (金额单位: 百万元)

|                 | 2017年         | 2018年         | 2019年         | 2020年         | 2020Q1-3      | 2021Q1-3      | 2021Q3        | 2021Q2        | 2020Q3        |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入            | 471           | 668           | 990           | 1,369         | 908           | 1,194         | 467           | 394           | 383           |
| 营业成本            | 345           | 474           | 701           | 961           | 659           | 850           | 336           | 276           | 279           |
| <b>毛利率</b>      | <b>26.77%</b> | <b>29.06%</b> | <b>29.23%</b> | <b>29.77%</b> | <b>27.47%</b> | <b>28.85%</b> | <b>28.14%</b> | <b>30.09%</b> | <b>27.21%</b> |
| 销售费用            | 12            | 18            | 24            | 32            | 23            | 29            | 10            | 10            | 9             |
| 管理费用            | 35            | 61            | 59            | 50            | 30            | 42            | 16            | 14            | 12            |
| 研发费用            | 23            | 29            | 35            | 48            | 30            | 44            | 18            | 13            | 13            |
| 财务费用            | 0             | 1             | -1            | -1            | -1            | -2            | -2            | -1            | 0             |
| 销售费用率           | 2.59%         | 2.71%         | 2.39%         | 2.37%         | 2.50%         | 2.45%         | 2.19%         | 2.55%         | 2.36%         |
| 管理费用率           | 7.52%         | 9.16%         | 5.99%         | 3.62%         | 3.35%         | 3.53%         | 3.48%         | 3.47%         | 3.04%         |
| 研发费用率           | 4.78%         | 4.34%         | 3.52%         | 3.48%         | 3.31%         | 3.70%         | 3.82%         | 3.26%         | 3.28%         |
| 财务费用率           | -0.02%        | 0.09%         | -0.06%        | -0.10%        | -0.12%        | -0.19%        | -0.34%        | -0.20%        | -0.03%        |
| <b>期间费用率</b>    | <b>14.88%</b> | <b>16.29%</b> | <b>11.84%</b> | <b>9.37%</b>  | <b>9.03%</b>  | <b>9.49%</b>  | <b>9.15%</b>  | <b>9.07%</b>  | <b>8.64%</b>  |
| 资产(含信用)减值损失     | 3             | 6             | -23           | 23            | 11            | 16            | 6             | 16            | 8             |
| 投资收益            | 0             | -3            | 0             | 1             | 0             | 4             | 1             | 1             | 0             |
| 营业外收入           | 2             | 2             | 2             | 6             | 0             | 15            | 1             | 14            | 0             |
| 营业外支出           | 0             | 0             | 1             | 0             | 0             | 2             | 1             | 0             | 0             |
| 税前利润            | 56            | 79            | 151           | 277           | 176           | 232           | 83            | 80            | 81            |
| 所得税             | 7             | 13            | 23            | 40            | 27            | 28            | 7             | 12            | 12            |
| <b>所得税率</b>     | <b>13.09%</b> | <b>16.07%</b> | <b>15.55%</b> | <b>14.32%</b> | <b>15.18%</b> | <b>12.02%</b> | <b>8.55%</b>  | <b>14.80%</b> | <b>15.16%</b> |
| 少数股东权益占比        | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         |
| 归母净利润           | 49            | 67            | 127           | 237           | 149           | 204           | 76            | 68            | 69            |
| <b>净利率</b>      | <b>10.31%</b> | <b>9.99%</b>  | <b>12.85%</b> | <b>17.35%</b> | <b>16.40%</b> | <b>17.08%</b> | <b>16.34%</b> | <b>17.33%</b> | <b>18.07%</b> |
| 摊薄EPS(元)        | 0.3464        | 0.4752        | 0.9072        | 1.6923        | 1.0612        | 1.4534        | 0.5437        | 0.4868        | 0.0000        |
| <b>经营性现金流净额</b> | <b>113</b>    | <b>107</b>    | <b>66</b>     | <b>253</b>    | <b>46</b>     | <b>-170</b>   | <b>-127</b>   | <b>-22</b>    | <b>-1</b>     |
| 收现比             | 105%          | 95%           | 88%           | 91%           | 83%           | 82%           | 60%           | 89%           | 76%           |
| 付现比             | 79%           | 82%           | 85%           | 74%           | 87%           | 106%          | 85%           | 111%          | 87%           |

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