



增持（首次）

所属行业：建筑装饰/基础设施建设
当前价格(元)：52.08

证券分析师

倪正洋

资格编号：S0120521020003

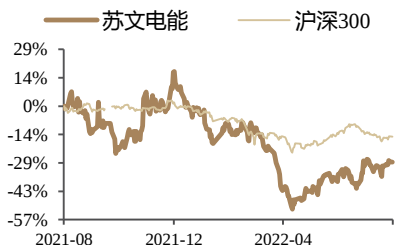
邮箱：nizy@tebon.com.cn

联系人

郭雪

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.76	14.99	25.91
相对涨幅(%)	2.39	15.85	20.97

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

苏文电能（300982.SZ）：EPCO 电能综合服务商，“苏”送更 “文”定

投资要点

- 公司是资质齐全的 **EPCO 供用电品牌服务商**。公司深耕行业十余年，是行业内的知名的 EPCO 一站式供用电服务商。E：即电力咨询设计，包括电网咨询设计和配电网咨询设计；P：即电力设备供应，主要包括高低压成套设备和智能监测装置；C：即电力工程建设，包括电力工程总承包、电力工程专业承包和供用电施工安装；O：即智能用电服务，包括在线监测、运营服务、信息化及节能工程服务。近年来随着公司业务不断完善，营收和归母净利润保持高速增长，2017-2021 年年复合增长率分别为 40.86%、57.77%。资质方面，电力行业资质获取具有严格要求，行业第一梯队多为拥有电力工程设计综合资质或电力工程设计行业资质的中国电建、中国能建下属设计院及部分省级电力设计院。截至 2021 年，公司拥有送变电工程专业乙级资质，属于江苏省内第二梯队，公司计划到 2024 年，将送变电工程资质提升至专业甲级，有望跻身第二梯队龙头。
- 电力系统改革持续推进，电网投资额不断增加。根据国网和南网发布的“十四五”电网投资计划，国家电网“十四五”期间计划投入 3500 亿美元推进电网转型升级。南网计划“十四五”期间总体电网建设投资 6700 亿元，其中配电网建设是工作重点，规划投资金额南网全部投资比达 47.76%。随着我国电力系统改革的深入，以及新能源发电占比逐步提升，我国配电网升级步伐不断加快，并且对配电网接纳新能源和多元化负荷的承载力提出更高要求。公司电力咨询设计业务聚焦配电网侧，有望随着配电网升级得到良好发展，进而作为先锋带动公司全业务提升。
- 源于江苏，意在全国，公司业务版图不断扩张。公司在江苏具备较强的区域竞争力和较高的品牌知名度。2017-2021 年，公司江苏省内业务占比均在 89% 以上，业务地域集中度较高。截至 2020H1，公司设计业务已经覆盖江苏全部 13 个省辖市，工程业务已覆盖 11 个省辖市，电力设备业务已覆盖 8 个省辖市。近年来公司积极开拓省外业务，以本地化扎根省外市场，以技术和成本优势做强省外市场，目前在安徽、山东等地拓展成果初显，2020 年山东市场连续中标大型项目。目前公司正积极建设上海基地，建成后将充分利用上海地区充沛的人才、市场要素，建设面向全国的新总部，为公司省外业务拓展提供更坚实的保障。
- 投资建议：公司提供一站式供用电服务，多年来立足于江苏省，是省内资质齐全的重要电力行业服务商，我们认为随着公司资质进一步完善，省外业务进一步拓展，公司业绩有望得到提升。我们预计公司 2022-2024 年分别实现销售收入为 24.79 亿元、32.72 亿元、42.27 亿元，增速分别为 33.55%、32.03%、29.17%。归母净利润分别为 3.88 亿元、5.10 亿元、6.53 亿元，增速分别为 28.99%、31.22%、28.02%。首次覆盖，给予增持投资评级。
- 风险提示：市场竞争风险，行业政策风险，公司业务区域拓展不及预期风险，疫情反复风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	140.32		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	35.08	营业收入(百万元)	1,369	1,856	2,479	3,272	4,227
52 周内股价区间(元):	34.91-85.07	(+/-)YOY(%)	38.2%	35.6%	33.5%	32.0%	29.2%
总市值(百万元):	7,307.78	净利润(百万元)	237	301	388	510	653
总资产(百万元):	2,379.43	(+/-)YOY(%)	86.5%	26.8%	29.0%	31.2%	28.0%
每股净资产(元):	10.68	全面摊薄 EPS(元)	2.26	2.34	2.77	3.63	4.65
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	29.8%	28.6%	28.3%	28.0%	27.8%
		净资产收益率(%)	33.2%	20.7%	21.1%	21.7%	21.7%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 深耕电力行业十余年，EPCO 一站式电能服务商	6
1.1. 起步于电力咨询设计，业务范围不断完善	6
1.2. 股权结构集中，实际控制人持股超 50%	6
1.3. 业绩高速增长，盈利能力不断提升	7
2. 电网投资持续加码，电力系统改革进行时	10
2.1. 我国全社会发电量稳步提升	10
2.2. 电力勘察设计行业新签合同数额增长带动行业规模持续扩大	11
2.3. 我国“十四五”期间电网投资额将进一步增加	12
3. EPCO 优势凸显，业务发展开花多面	14
3.1. 业务链条完整，提供电能服务新模式	14
3.1.1. 电力咨询设计业务是公司拓张根基	14
3.1.2. 电力工程建设是公司收入最主要来源	16
3.1.3. 电力设备供应超过电力咨询设计业务成为第二大收入来源	17
3.1.4. 智能用电服务补足公司服务“最后一公里”	17
3.2. 电力行业资质等级严苛，公司资质不断完善	18
4. 常州起步，辐射江苏，开拓全国	21
4.1. 公司主要业务位于江苏省内，正积极向省外拓展	21
4.2. 新签合同数量稳步增长，省外拓展顺利	22
4.3. 放眼长期，有望实现业务产能双提升	24
4.3.1. 利用 IPO 募投资金持续完善升级多项业务	24
4.3.2. 公司拟通过向特定对象发行股票募集资金以进一步扩大产能	26
5. 盈利预测与估值	27
5.1. 盈利预测	27
5.2. 可比公司估值	28
6. 风险提示	29

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权结构（截至 2022.3.31）	7
图 3：公司近年营收（百万元）及增速	7
图 4：公司近年归母净利润（百万元）及增速	7
图 5：公司近年毛利率和净利率	8

图 6: 公司近年主营业务毛利率 (%)	8
图 7: 公司各业务占收入比	8
图 8: 公司近年费用率情况 (%)	9
图 9: 公司近年资产负债率 (%)	9
图 10: 2000-2021 我国发电量总和及增速	10
图 11: 2012-2022H1 我国发电装机总量及增速	10
图 12: 2021 年全国各省用电量 (亿千瓦时)	11
图 13: 2007-2021 年江苏省用电量及增速	11
图 14: 2012-2020 全国电力勘察设计行业新签合同总额及增速 (亿元)	12
图 15: 2012-2020 电力勘察设计行业营业收入及增速 (亿元)	12
图 16: 公司主营业务	14
图 17: 电力咨询设计分业务占比	15
图 18: 电力咨询设计分业务毛利率情况	15
图 19: 公司完成的部分电力咨询设计项目	15
图 20: 2017-2021 年电力工程建设业务收入及占比 (百万元)	16
图 21: 电力工程建设分业务占比情况	16
图 22: 2017-2021 年电力工程建设毛利率变化	16
图 23: 2017-2019 电力工程建设业务不同金额订单数量 (个)	16
图 24: 2017-2021 电力设备供应收入及增速 (百万)	17
图 25: 电力设备供应业务各产品占比情况	17
图 26: 2017-2020 年智能用电服务业务收入及增速 (百万)	18
图 27: 智能用电服务细分业务占比	18
图 28: 2017-2020 智能用电服务毛利率	18
图 29: 公司资质变迁历程	19
图 30: 2017-2021 年公司前五大客户收入占比	20
图 31: 2017-2021 公司业务按地区分布情况	21
图 32: 2017-2019 年公司省外业务拓展地区及累计收入情况	21
图 33: 电力设计业务省内外收入及毛利率情况 (万元)	22
图 34: 电力工程业务省内外收入及毛利率情况 (万元)	22
图 35: 电力设备业务省内外收入及毛利率情况 (万元)	22
图 36: 智能用电服务省内外收入及毛利率情况 (万元)	22
图 37: 2017-2021 公司江苏省内外及总体毛利率情况	22
图 38: 2017-2020H1 公司各业务新签合同情况 (个)	23

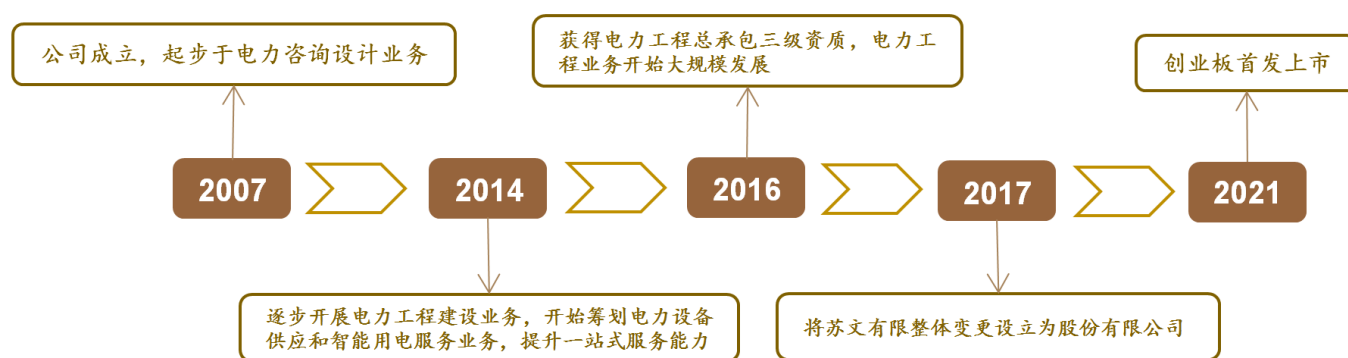
图 39: 2017-2020H1 配电网咨询设计新签合同分布 (个)	23
图 40: 2017-2020H1 电网咨询设计新签合同分布 (个)	23
图 41: 苏管家集控中心展示	25
表 1: 部分省市“坚强电网”相关政策	13
表 2: 我国工程设计资质标准	19
表 3: 江苏省电力勘探设计行业资质情况 (截至 2020H1)	20
表 4: 2022Q1 新签合同分布情况	24
表 5: 智能电气设备生产基地项目达产后预计产能情况	26
表 6: 盈利预测	27
表 7: 苏文电能可比公司估值	28

1. 深耕电力行业十余年，EPCO 一站式电能服务商

1.1. 起步于电力咨询设计，业务范围不断完善

苏文电能成立于 2007 年，随着业务、专业人才和资质的不断积累，公司凭借优秀的电力咨询设计能力、丰富的工程项目管理经验、自有的电力设备供应能力及后端的智能用电服务，成为了行业内的知名的 EPCO 一站式供用电服务商。2021 年 4 月 27 日，公司在创业板首发上市。目前，公司业务布局立足江苏，以本地化策略扎根省外市场，现已拓展至上海、安徽、浙江、山东、湖南等多个省市。

图 1：公司发展历程

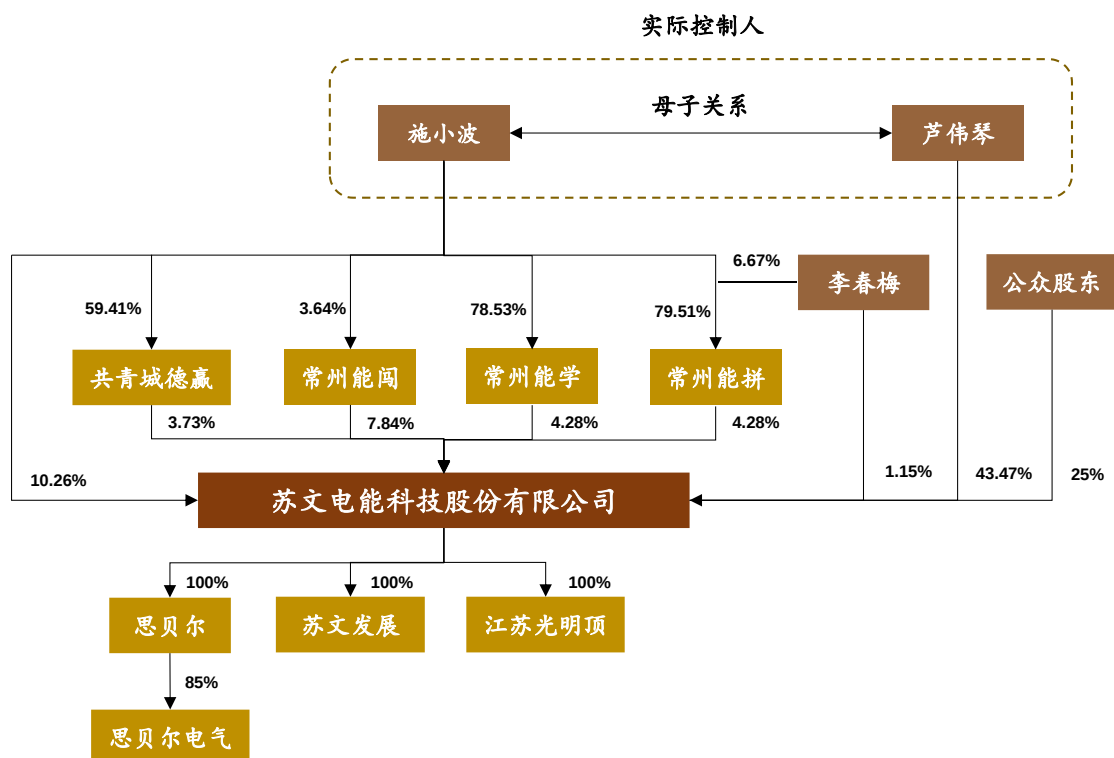


资料来源：苏文电能招股说明书，德邦研究所

1.2. 股权结构集中，实际控制人持股超 50%

公司实际控制人为施小波和芦伟琴（施小波为芦伟琴之子），截至 2022 年一季度，施小波先生直接持有公司 10.26% 股权，并通过共青城德赢、常州能闯、常州能学、常州能拼分别间接控制公司 2.22%、0.29%、3.36%、3.40% 的股权，合计持股 19.52%。芦伟琴女士直接持有公司 43.47% 股权，二人共计持股 63%。施小波自 2017 年至今任公司董事长兼总经理，芦伟琴现任公司董事。

图 2：公司股权结构（截至 2022.3.31）

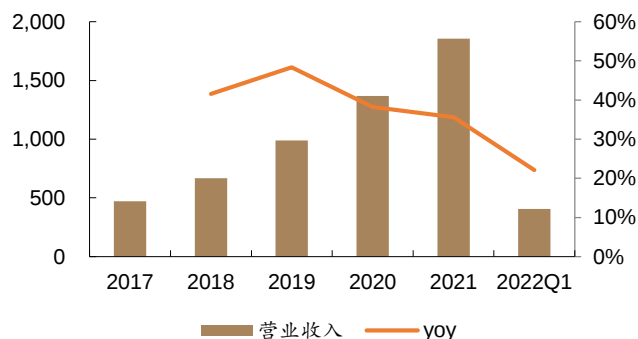


资料来源：公司公告，德邦研究所

1.3. 业绩高速增长，盈利能力不断提升

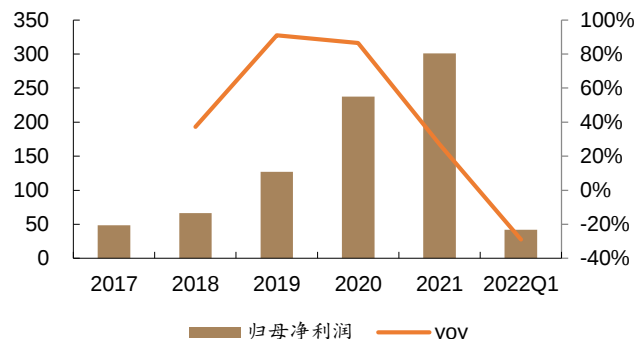
近年来公司营收与归母净利润均保持较高增速，2022 年年初受疫情影响归母净利润同比下滑，但新签合同金额大增，全年盈利有望修复。2017-2021 年，公司营业收入由 4.71 亿元增长至 18.56 亿元，复合增长率达 40.86%；归母净利润持续增长，由 0.49 亿元增长至 3.01 亿元，复合增长率达 57.77%。2022 年一季度，由于公司业务集中于江浙沪地区，项目实施和结算受疫情影响较大，导致营收增速放缓，归母净利润同比下降 28.87%，但一季度新签合同 6.51 亿元，同比增长 100.92%，随着复工复产的加快，公司在手订单将逐步转化为收入和利润，全年盈利有望修复。

图 3：公司近年营收（百万元）及增速



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 4：公司近年归母净利润（百万元）及增速

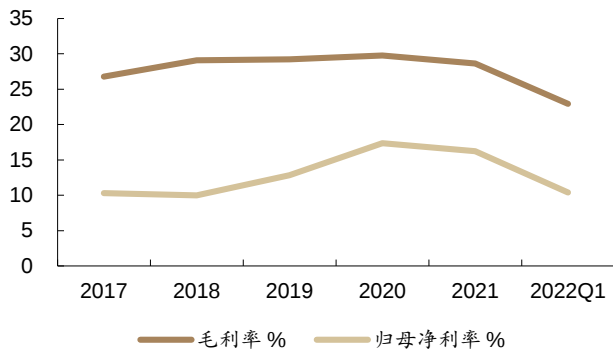


资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

毛利率和归母净利率略有波动但整体呈上升趋势。2017-2021 年，公司毛利率由 26.77% 增长至 28.62%，归母净利率由 10.31% 增长至 16.23%。从业务毛利率端来看，2021 年公司电力施工及智能用电服务、电力设备供应、电力咨询设计

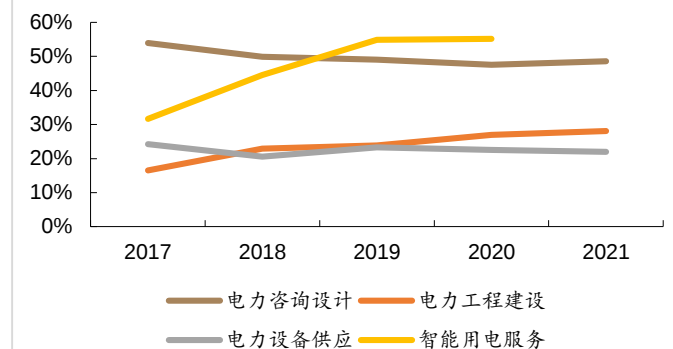
的毛利率分别为 28.12%、22.01%、48.58%。公司第一大主营业务电力工程建设的毛利率逐年上升，主要系产业链条的完善，业务附加值的提高，工程管理精细化程度的提高和管理效率的提升。

图 5：公司近年毛利率和净利率



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 6：公司近年主营业务毛利率 (%)

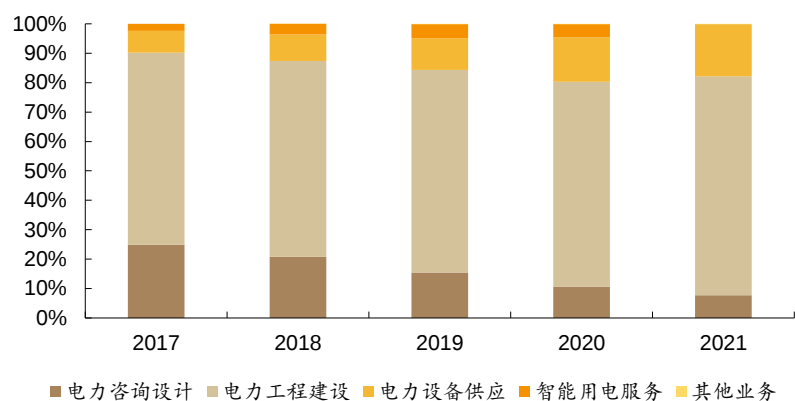


资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

注：2021 年起公司将智能用电业务和电力工程建设业务合并，因此 2021 年无智能用电服务毛利率

从业务占比来看，电力工程建设为公司的主要收入来源，占营收比重逐年上升。公司 2021 年电力施工及智能用电服务、电力设备供应、电力咨询设计分别占营收比为 74.39%、17.80%、7.76%。近年来，电力设备供应业务持续增长，并于 2020 年超过电力咨询设计占比，成为公司第二大主营业务。2021 年 11 月，全资子公司思贝尔与洛凯股份共同投资设立合资公司，主要生产配电开关控制设备、输配电及控制设备、电子元器件等，以拓展公司在电力设备领域的新市场，延伸产业链。

图 7：公司各业务占收入比



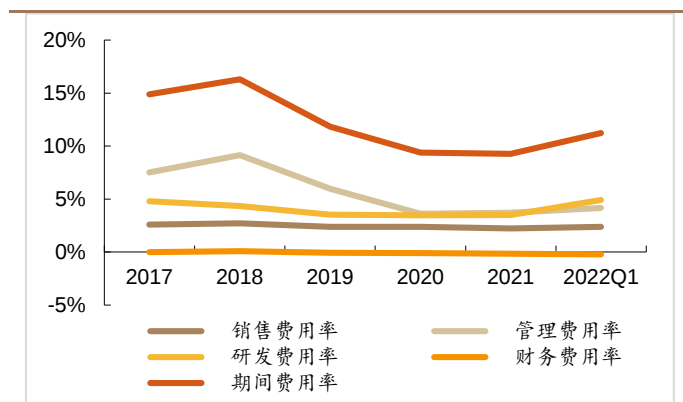
资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

注：2021 年起公司将智能用电业务和电力工程建设业务合并，因此 2021 年起无智能用电服务收入

公司费用管控能力较强，期间费用率稳中有降。公司的期间费用率从 2017 年的 14.88% 下降到 2021 年的 9.27%。其中，管理费用率管控良好，呈现先升后降趋势，从 2017 年的 7.52% 下降到 2021 年的 3.70%。研发费用率持续上升，

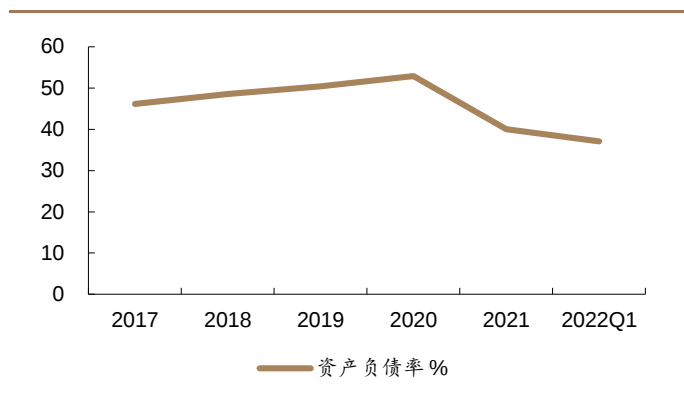
2022 年 Q1 研发费用率达 4.91%，主要系研发人员薪酬增加。资产负债率先升后降，由 2017 年的 46.11% 下降至 2021 年的 40.01%，整体杠杆水平可控。

图 8：公司近年费用率情况 (%)



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所
注：管理费用不包含研发费用

图 9：公司近年资产负债率 (%)



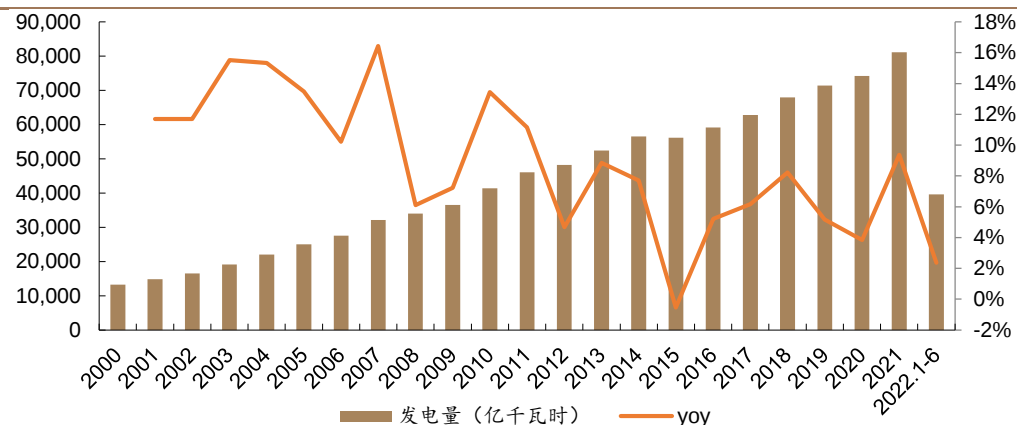
资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

2. 电网投资持续加码，电力系统改革进行时

2.1. 我国全社会发电量稳步提升

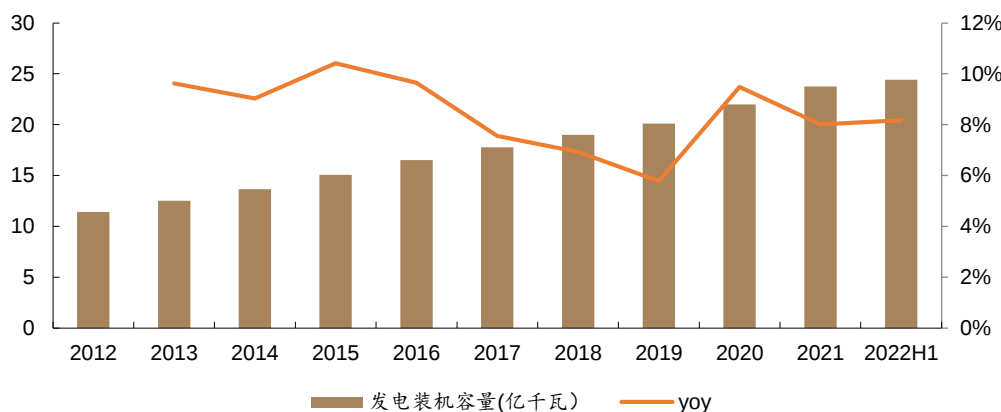
随着经济发展，我国全社会发电量稳步提升，由 2000 年的 1.33 万亿千瓦时增加至 2021 年的 8.11 万亿千瓦时，年复合增长率为 9.01%。2022 年 1-6 月，全社会发电量为 3.96 万亿千瓦时，同比增长 2.36%。我国发电装机总量由 2012 年的 11.42 亿千瓦增加至 2021H1 的 24.41 亿千瓦，2012-2021 年复合增长率为 8.49%。

图 10: 2000-2021 我国发电量总和及增速



资料来源：国家统计局，wind，德邦研究所

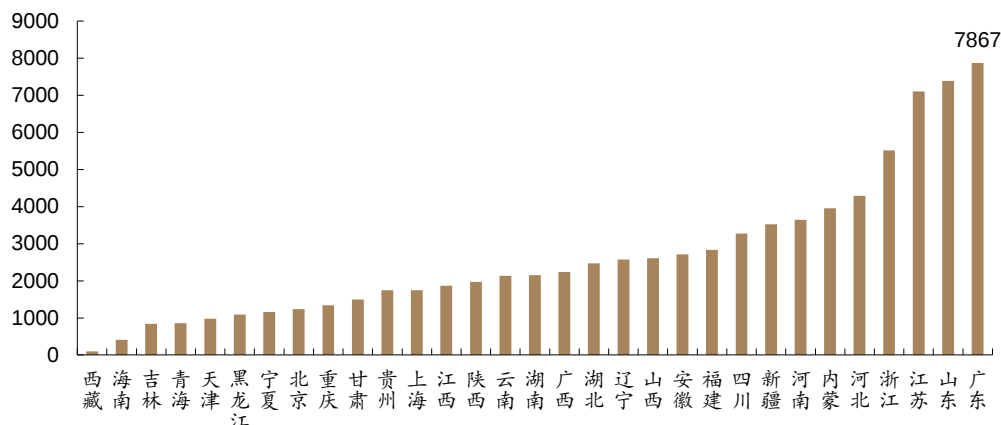
图 11: 2012-2022H1 我国发电装机总量及增速



资料来源：wind，德邦研究所

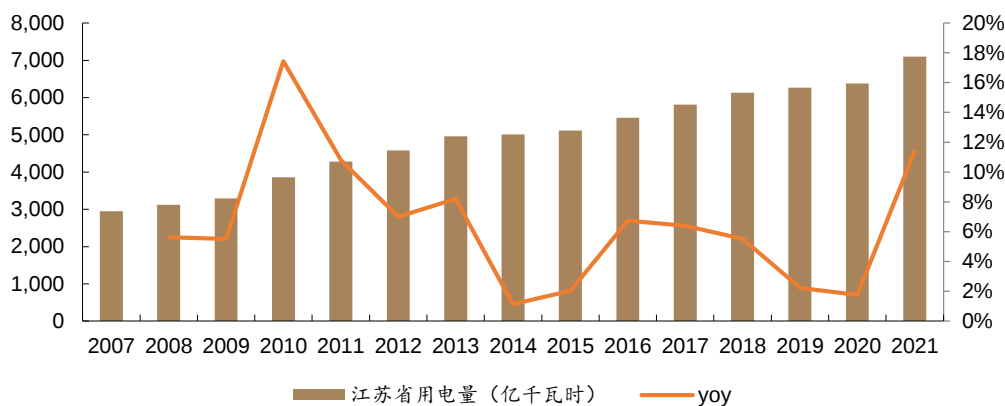
江苏省是用电大省。用电量是衡量地区经济发展程度的重要指标之一，经济发展往往伴随着社会用电量增加。全国范围看，2021 年，我国仅有三个省份用电量超过 7000 亿千瓦时，分别是广东、山东和江苏。广东省以 7867 亿千瓦时位居全国用电量最高的省份，江苏省用电总量由 2007 年度的 2952 亿千瓦时增至 2021 年度的 7101 亿千瓦时，年均复合增长率达 6.47%。随着江苏省城镇化水平提升，电力工程建设持续升级推进，江苏省用电量有望持续提升。

图 12: 2021 年全国各省用电量 (亿千瓦时)



资料来源: wind, 德邦研究所

图 13: 2007-2021 年江苏省用电量及增速



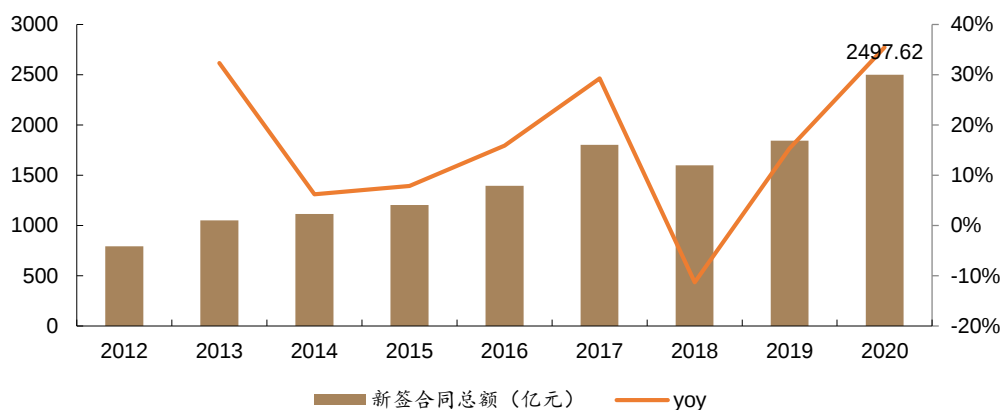
资料来源: wind, 德邦研究所

随着江苏省用电量的持续增长, 2014 年-2018 年江苏省电网工程建设投入持续处于高位运行, 年均投资规模达 376.25 亿元, 占同期全国电网工程投资的比重均在 7% 以上。2022 年起, 江苏省市电力部门计划在南京地区开工建设 49 项电网建设重大工程, 包括 500 千伏项目 7 项, 220 千伏项目 16 项, 110 千伏 21 项和 35 千伏 5 项, 总投资约 80.9 亿元。全省范围看, 2022 年江苏电网 500 千伏及以上重点工程正在加紧建设, 江苏电网预计今年将投产项目 286 个, 线路长度 4729.38 公里。

2.2. 电力勘察设计行业新签合同数额增长带动行业规模持续扩大

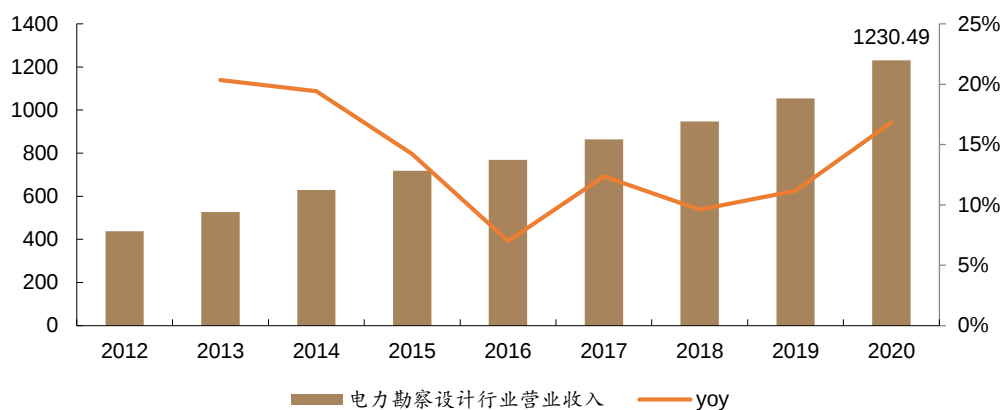
根据中国电力规划设计协会发布的电力勘察设计行业火电和供电设计企业各年度统计数据显示, 2020 年电力勘察设计行业新签合同金额为 2497.62 亿元, 2012-2020 年复合增长率达 15.41%。新签合同增长带动了行业收入规模的持续扩大, 2020 年, 行业实现营业收入 1230.49 亿元, 2012-2020 年均复合增长率达 13.78%。其中总包业务占据主导位置, 2012-2020 年, 电力工程总承包业务新签合同总额占行业新签合同总额比例从 71.19% 上升至 87.99%, 营业收入总额占比从 50.98% 上升至 74.06%。

图 14: 2012-2020 全国电力勘察设计行业新签合同总额及增速 (亿元)



资料来源: 中国电力规划设计协会, 公司公告, 德邦研究所

图 15: 2012-2020 电力勘察设计行业营业收入及增速 (亿元)



资料来源: 中国电力规划设计协会, 公司公告, 德邦研究所

2.3. 我国“十四五”期间电网投资额将进一步增加

根据中电联发布的《2021-2022 年度全国电力供需形势分析预测报告》，2021 年，重点调查企业电力完成投资 10481 亿元，同比增长 2.9%。其中，电网完成投资 4951 亿元，同比增长 1.1%。电源完成投资 5530 亿元，同比增长 4.5%。根据国家电网和南方电网各自发布的“十四五电网发展规划”：

- 1) 国家电网“十四五”期间计划投入 3500 亿美元（约合 2.23 万亿元人民币），推进电网转型升级：在创新电网发展方式方面，持续完善特高压和超高压骨干网架，提升电网对新能源大规模开发、大范围消纳的支撑能力；在提升电力系统调节能力方面，加快抽水蓄能电站建设、支持新型储能规模化应用、引导电力用户参与削峰填谷和应急响应、积极配合推进火电灵活性改造等，力争 2030 年运行装机达到 1 亿千瓦。可调节负荷容量提升到 7000 万千瓦；终端消费领域实施电能替代方面，聚焦工业、交通、建筑和居民生活等重点领域，发挥碳市场、绿电交易等作用，大力实施电能替代战略，提高电能占终端能源消费比重。

2) 南方电网计划“十四五”期间总体电网建设投资为 6700 亿元，配电网建设方面：南网将配电网建设纳入“十四五”工作重点，规划投资达 3200 亿元，占比为 47.76%。计划“十四五”期间持续加强城镇配电网建设，推进新型城镇化配电网示范区、现代化农村电网示范县等建设。加强配网智能化建设，以区县为单位开展规模化改造升级；电网数字化转型方面：加强智能输电、配电、用电建设，推动建设多能互补的智慧能源建设，以电网的数字化、智能化建设，促服务智慧化，全力提升用户获得感；建设新型电力系统方面：南网计划因地制宜打造 9 个地市级新型电力系统示范区、9 个县区级新型电力系统示范区以及 7 个园区及镇村级新型电力系统示范区，将全面建成数字电网。

新能源发电占比提升，配电网升级迫在眉睫。根据国家能源局数据，2021 年，我国可再生能源新增装机 1.34 亿千瓦，占全国新增发电装机的 76.1%；可再生能源发电量达 2.48 万亿千瓦时，占全社会用电量的 29.8%。随着新能源电力的大规模接入，配电系统将面临较大不确定性和随机性，对配电网供电能力和质量的提高提出更高要求。2020 年以来，全国各省相继出台建设坚强配电网政策，智能配电网建设将得到进一步发展。

表 1：部分省市“坚强电网”相关政策

地区	出台时间	主要内容
杭州	2022.4	推进分布式光伏整县开发，加快储能设施建设，鼓励“源网荷储”一体化等应用。加快天然气工程建设。加强智能坚强配电网建设，提高可再生能源消纳能力。
重庆	2022.4	全力加快重庆坚强智能电网建设，着力打造一流城市配电网，推动川渝电网一体化发展。
福建	2021.2	发布《全面提升“获得电力”水平持续优化营商环境行动方案》，《方案》提出打造坚强智能配电网，深化配电网自动化应用，建设“零计划停电”示范区，提升“不停电”作业技术水平，推行“网格化”抢修服务，确保停电范围最小、停电时间最短、停电次数最少，为用户提供更好的用电保障。
浙江	2021.6	《浙江省电力发展“十四五”规划（征求意见稿）》中指出：在杭州、宁波打造坚强局部电网，持续提升中心城市配电网安全可靠水平，满足杭州亚运、火车西站等重大活动、重大项目保电需求。
青海	2022.7	《青海省关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》：依托绿电交易构建“坚强智能电网+风光水储一体化电源+绿电溯源认证”的全绿电供应体系。
上海	2022.1	《2022 年上海市扩大有效投资稳定经济发展的若干政策措施》：明确以坚强智能电网建设为重点，加快提升城市能源安全韧性。出台新一轮可再生能源、充换电设施扶持政策，推动杭州湾海域海上风电项目全面开发，加快各行业领域“光伏+”综合开发利用。

资料来源：各省市政府网站，北极星电力网，德邦研究所

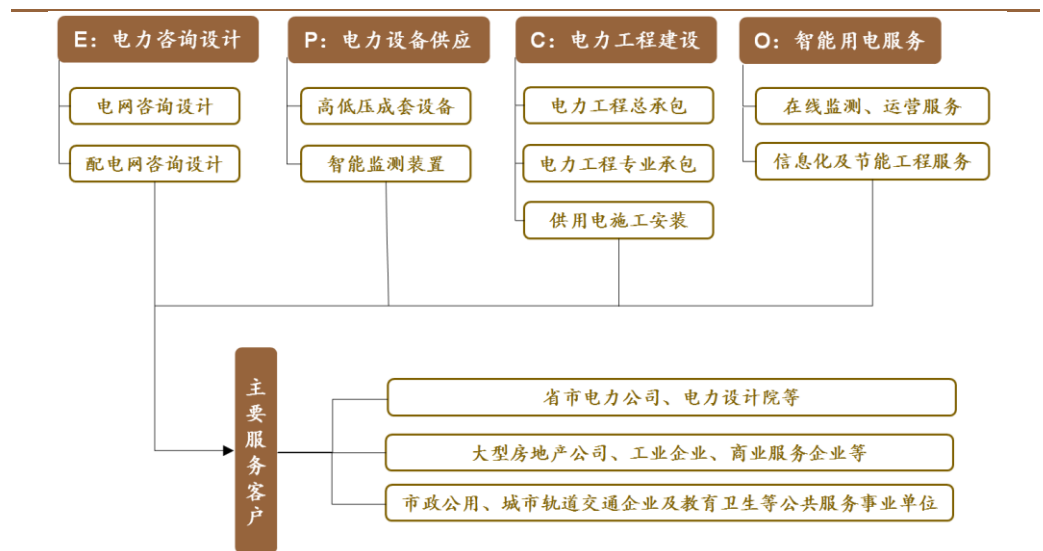
3. EPCO 优势凸显，业务发展开花多面

3.1. 业务链条完整，提供电能服务新模式

公司是集电力咨询设计、电力工程建设、电力设备供应以及智能用电服务为一体的供用电品牌服务商，为用户提供一站式（EPCO）供用电服务。E：即电力咨询设计，包括电网咨询设计和配电网咨询设计；P：即电力设备供应，主要包括高低压成套设备和智能监测装置；C：即电力工程建设，包括电力工程总承包、电力工程专业承包和供用电施工安装；O：即智能用电服务，包括在线监测、运营服务、信息化及节能工程服务。

与传统 EPC 模式相比，公司以设计为先导的电力工程总承包模式，更能充分发挥设计在工程施工过程中的主导地位，实现工程设计、采购和施工的有效衔接，在施工过程中，不同阶段和施工能够穿插进行，实现工期有效缩短；此外，总包模式节省了企业另外寻找不同业务提供商的成本，且总包商往往具有各业务协调优化成本的能力，能够满足企业降本增效需求。公司更是持续将业务链条延伸至企业端用电环节，积极拓展智能用电服务业务，完善业务链条的同时，有效提高公司承包工程后期运维的有效性和安全性。

图 16：公司主营业务

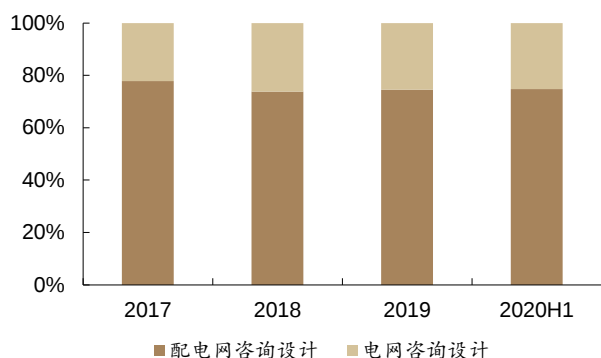


资料来源：苏文电能招股说明书，德邦研究所

3.1.1. 电力咨询设计业务是公司拓张根基

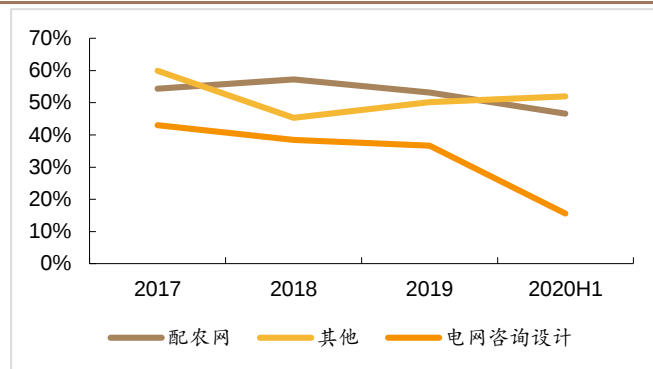
公司电力咨询业务主要包括电网咨询设计和配电网咨询设计两部分，电网咨询设计是指 35KV 及以上变电、输电设计项目；配电网咨询设计是指 35KV 以下配网设计项目。其中配电网咨询设计进一步可细分为配农网、居配和其他业务（包括工厂、商业、医院、学校等电力用户的配电房设计、从红线外供电公司电力线路接入用户配电房的电源接入工程设计等），配农网和居配业务 2017-2019 年毛利率约为 55% 左右，2020 年有所下降主要系疫情影响，配农网和居配项目审批进度和项目结算审核进度放缓所致。

图 17: 电力咨询设计分业务占比



资料来源: 苏文电能招股说明书, 德邦研究所

图 18: 电力咨询设计分业务毛利率情况



资料来源: 苏文电能招股说明书, 德邦研究所

客户方面, 公司与省市级电力公司、大型房地产企业、工业企业及新能源发电企业等客户建立了良好合作关系, 为雅居乐、绿地、融创、绿城、路劲等品牌房企地产项目以及中航锂电、星宇股份、星源材质、朗盛化学、诺贝丽斯等国内外大型工业企业配网工程项目提供咨询设计服务。电力咨询设计业务在公司总收入中占比虽然在逐年降低, 由 2017 年的 24.88% 下降至 2021 年的 7.76%, 但在公司业务中起到重要先导作用, 公司率先通过利用电力咨询设计行业多年积累的客户资源, 走出江苏省, 以设计业务引流, 带动电力工程建设和设备供应等业务增长。

图 19: 公司完成的部分电力咨询设计项目



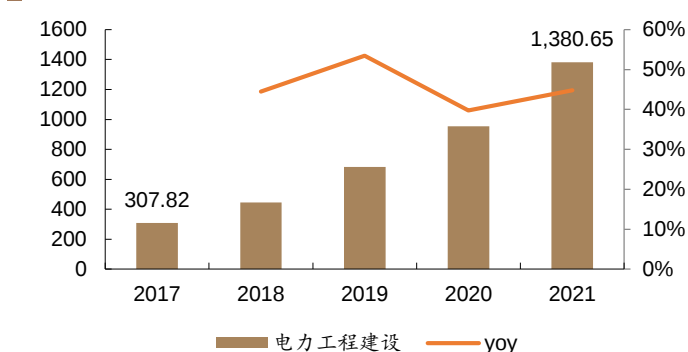
资料来源: 苏文电能招股说明书, 德邦研究所

3.1.2. 电力工程建设是公司收入最主要来源

公司电力工程建设主要以 220kV 及以下电压等级工程总承包、110kV 及以下电压等级送变电工程专业承包和供用电施工安装业务构成。2017-2021 年，电力工程建设业务收入增速较快，由 2017 年的 3.08 亿元增加至 13.81 亿元，年复合增长率达 45.53%。分业务看，居配和工业用户工程为主，2017-2019 合计占电力工程建设业务比超 70%。毛利率方面，电力工程建设业务毛利率持续提高，2021 年毛利率较 2017 年提高 11.59pct。

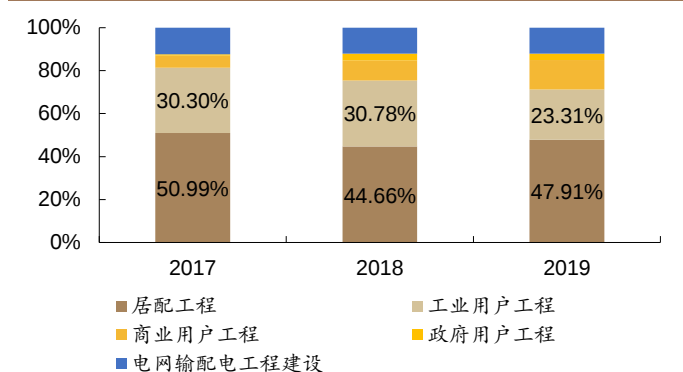
从项目金额看，公司主要承接 200 万元以下中小型项目，此类项目工期短，投资金额小，建设周期较为灵活。随着公司业务的发展，公司承接 200 万元以上中大型订单能力明显增强，500 万元以上项目数量由 2017 年的 17 个，增加到 2019 年的 39 个。

图 20：2017-2021 年电力工程建设业务收入及占比（百万元）



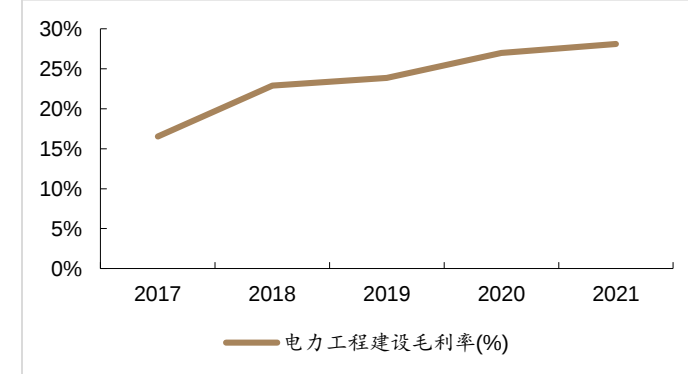
资料来源：苏文电能招股说明书，公司公告，德邦研究所
注：公司 2021 年年报将智能用电服务业务与电力工程建设合并，称为“电力施工及智能用电服务”，但智能用电服务业务占比较低。

图 21：电力工程建设分业务占比情况



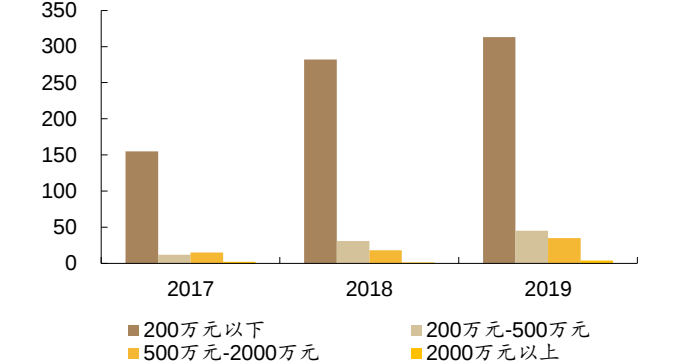
资料来源：苏文电能招股说明书，德邦研究所

图 22：2017-2021 年电力工程建设毛利率变化



资料来源：苏文电能招股说明书，公司公告，德邦研究所

图 23：2017-2019 电力工程建设业务不同金额订单数量（个）

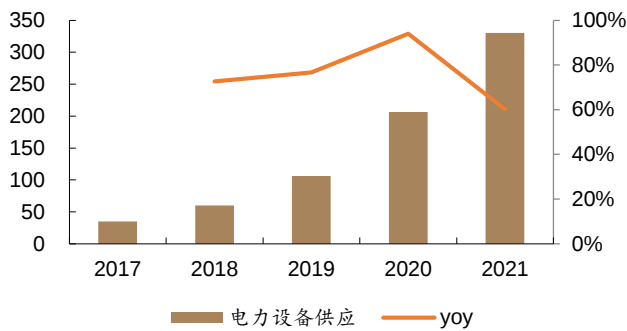


资料来源：苏文电能招股说明书，德邦研究所

3.1.3. 电力设备供应超过电力咨询设计业务成为第二大收入来源

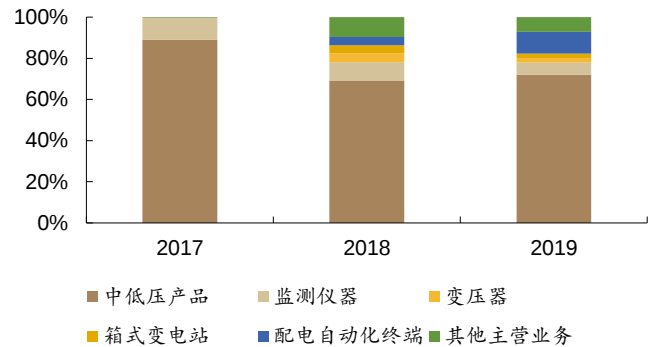
2020 年，公司的电力设备供应业务占收入比为 15.07%，超过电力咨询设计业务成为公司第二大收入来源，2021 年占比为 17.8%。公司提供的电力设备包括中低压产品、监测装置装备和变压器等，主要应用于电能分配、电能数据采集监测等方面。随着业务体量的不断发展，产品体系不断健全，除传统设备外，公司亦将业务扩展至配电自动化终端等领域。

图 24：2017-2021 电力设备供应收入及增速（百万）



资料来源：苏文电能招股说明书，公司公告，德邦研究所

图 25：电力设备供应业务各产品占比情况



资料来源：苏文电能招股说明书，德邦研究所

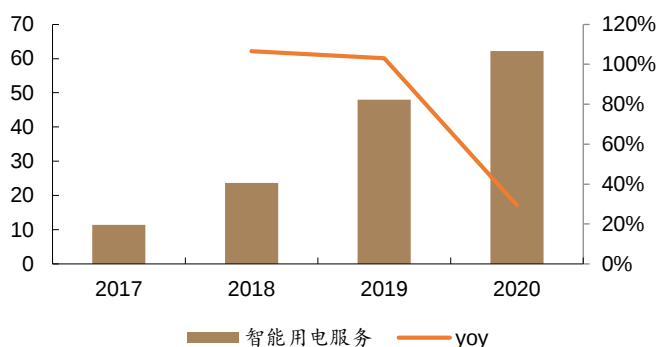
全资子公司思贝尔联合洛凯股份成立合资公司，实现产业链拓宽。2021 年 10 月，公司发布公告，公司全资子公司思贝尔电能科技有限公司拟与江苏洛凯机电股份有限公司共同投资设立思贝尔电气有限公司，主要生产配电开关控制设备、输配电及控制设备、电子元器件等。思贝尔电能科技有限公司持股比例为 85%，目前已完成工商注册，并取得常州市武进区行政审批局颁发的《营业执照》。

3.1.4. 智能用电服务补足公司服务“最后一公里”

智能用电服务业务起步较晚，但毛利率增长迅速。公司智能用电服务业务细分为软件销售、电力运行维护、电力设施智能化实施、电能咨询、电力设施维修、光伏发电、售电等。毛利率方面，随着业务推进，毛利率由 2017 年的 31.7% 上升至 2020 年的 55.19%。

自主研发企业端供用电信息化运营服务平台，深耕企业端用户。公司智能用电服务业务主要服务于工业、商业、公共事业等企业端用电环节。自主研发的“苏管家”企业端供用电信息化运营服务平台，能够为客户提供在线监测、节能改造、线下运维等线上和线下相结合的供用电系统综合运营服务。资质方面，公司凭借电力需求侧服务资质，成功获得了江西、内蒙古经信委组织的电力需求侧管理服务机构备案。虽然智能用电服务领域由于是电力服务新领域，资质要求较少，但电力需求服务资质是部分省级电力服务商资格入围的必备条件或加分项。

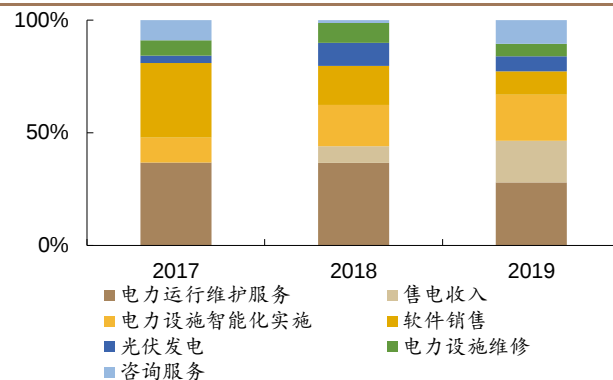
图 26: 2017-2020 年智能用电服务业务收入及增速 (百万)



资料来源: 苏文电能招股说明书, 德邦研究所

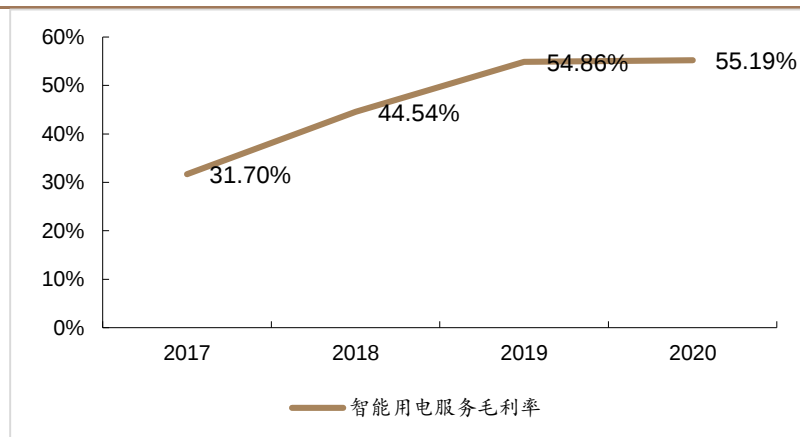
注: 无 2021 年数据系 2021 年年报中公司将智能用电服务业务收入与电力工程建设业务合并, 并未单独披露。

图 27: 智能用电服务细分业务占比



资料来源: 苏文电能招股说明书, 德邦研究所

图 28: 2017-2020 智能用电服务毛利率



资料来源: 苏文电能招股说明书, wind, 德邦研究所

3.2. 电力行业资质等级严苛, 公司资质不断完善

根据住建部 2007 年发布的《工程设计资质标准》，我国工程设计资质标准分为四大类，包括工程设计综合资质、工程设计行业资质、工程设计专业资质和工程设计专项资质。其中工程设计综合资质是最高等级资质，于电力行业来说，行业第一梯队就主要由拥有电力工程设计综合资质或电力工程设计行业资质的中国电建、中国能建下属设计院及部分省级电力设计院组成。根据全国建筑市场监管公共服务平台及公司招股说明书披露，截至 2019 年 8 月，该类企业全国共有 115 家，其中电力工程设计综合和行业甲级资质 90% 以上为大型国企掌握；行业第二梯队为拥有电力工程设计专业甲级和乙级资质企业，全国从业企业数量达 1300 余家；行业第三梯队为拥有电力工程设计专业丙级资质企业，全国从业企业数量达 1600 余家。

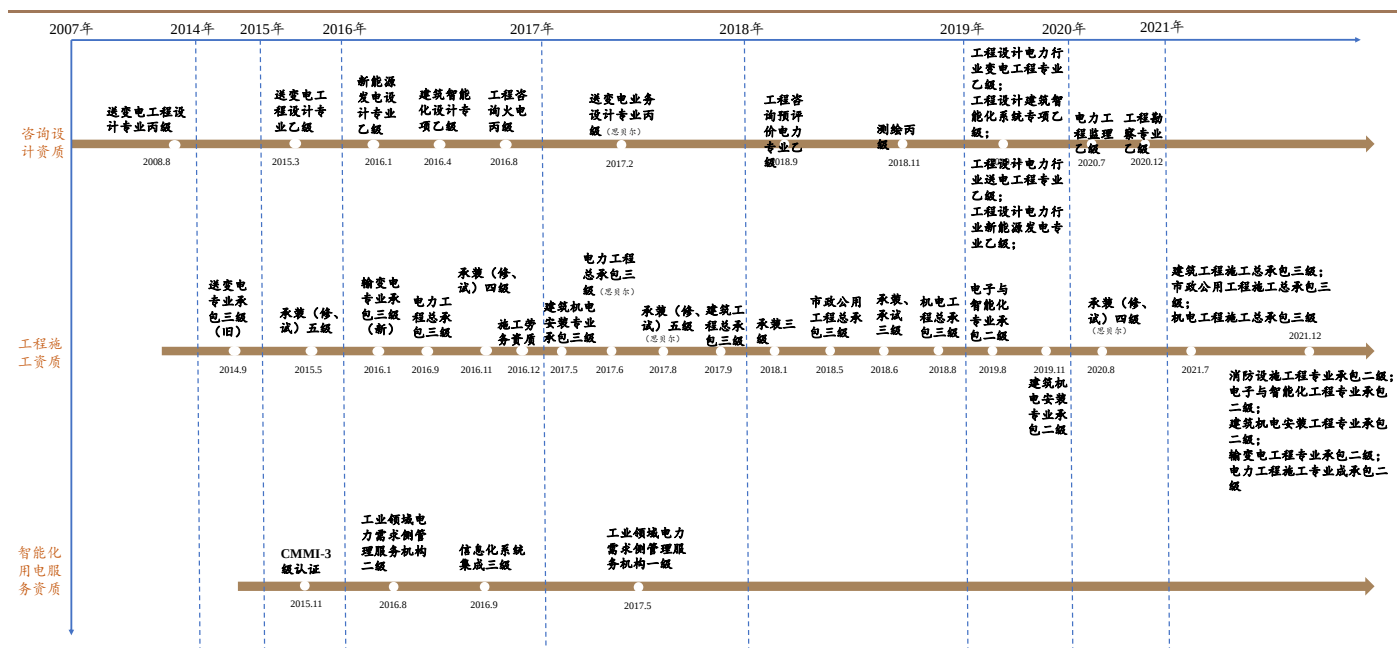
表 2：我国工程设计资质标准

资质分类	等级说明	业务范围
工程设计综合资质	只设甲级资质	涵盖 21 个行业的设计资质； 可以承担各行业、各等级的工程设计业务
工程设计行业资质	一般设甲、乙两个级别； 根据行业需要，电力（限送变电）、建筑、市政公用、水利、农林和公路行业可设立工程设计丙级资质	涵盖某个行业资质标准中的全部设计类型的设计资质，可以承担相应行业相应等级的工程设计业务及所属行业范围内同级别的相应专业、专项（设计施工一体化资质除外）工程设计业务
工程设计专业资质	一般行业设甲、乙两个级别； 根据行业需要，建筑、市政公用等行业可设立工程设计丙级资质，建筑工程设计可设丁级	某个行业资质标准中的某一个设计类型的设计资质，可以承接本专业相应等级的专业工程设计业务及同级别的相应专项工程设计业务（设计施工一体化资质除外）

资料来源：中华人民共和国建设部，德邦研究所

公司深耕电力工程施工和设计服务行业十余年，取得了较为全面的业务资质，形成了以电力咨询设计、电力工程建设业务为核心，电力设备供应为支撑，智能用电服务业务引领未来发展的完整、高效、专业的一站式电力服务业务体系。公司自成立以来，电力行业资质不断完善，2008 年至今，咨询设计资质方面，公司由仅拥有送变电工程设计专业丙级资质，成长为拥有送电工程、变电工程、新能源发电专业乙级、建筑智能化系统设计专项乙级等资质的具备较强竞争力的电力勘察设计企业。2021 年，公司资质进一步升级，承装类资质由三级升级为二级，可承接 330kV 及以下电压等级电力设施的相关服务；电力工程施工总承包资质由三级升为二级，可承接单机容量 20 万千瓦及以下发电工程、220kV 及以下送电线路和相同电压等级变电站工程的施工。

图 29：公司资质变迁历程



资料来源：苏文电能招股说明书，全国建筑市场监管公共服务平台，德邦研究所

江苏省内竞争激烈，公司处在第二梯队。江苏省内看，第一梯队中，目前暂无具有电力工程设计综合资质的企业，仅有中能建江苏电力设计院具有电力行业甲级资质。公司目前具有送变电工程专业乙级资质，属于江苏省内第二梯队，公司计划到 2024 年，将送变电工程资质提升至专业甲级，有望跻身第二梯队龙头，成为江苏省内更有竞争力的企业。

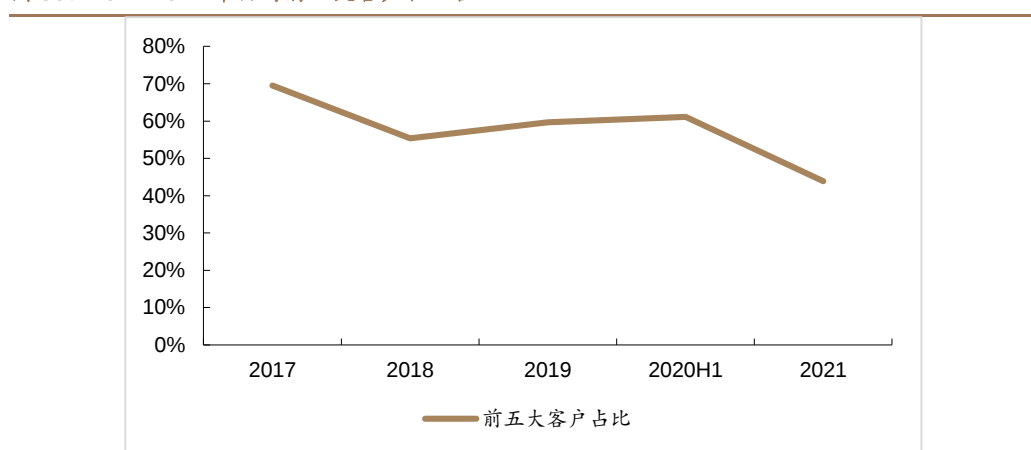
表 3：江苏省电力勘察设计行业资质情况（截至 2020H1）

行业梯队	资质等级	江苏家数	国有企业	民营企业
第一梯队	电力工程设计综合资质	0	0	0
	电力行业甲级	1	1	0
	电力行业乙级	4	2	2
第二梯队	送变电工程专业甲级	4	2	2
	送变电工程专业乙级	57	21	36
第三梯队	送变电工程专业丙级	152	40	112
合计		218	66	152

资料来源：苏文电能招股说明书，德邦研究所

客户集中度较高，符合行业特征。2017-2021 年，公司前五大客户销售收入占比分别为 69.50%、55.34%、59.68%、61.10%和 43.87%（2020 年系 1-6 月数据），客户集中度较高，符合行业特征。客户类型主要以国家电网及其附属企业、房地产开发公司、大型工业企业等为主。

图 30：2017-2021 年公司前五大客户收入占比



资料来源：苏文电能招股说明书，公司公告，德邦研究所

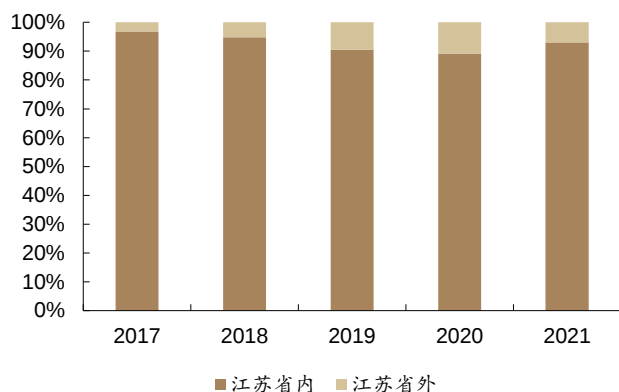
4. 常州起步，辐射江苏，开拓全国

4.1. 公司主要业务位于江苏省内，正积极向省外拓展

公司所处的行业特性决定了业务明显的区域性特征。公司深耕江苏市场十余年，是江苏省内知名的供用电品牌服务商，在江苏具备较强的区域竞争力和较高的品牌知名度。2017-2021 年，公司江苏省内业务占比均在 89% 以上，业务地域集中度较高。省内业务中，常州市业务占据主要份额，2017-2019 年，公司位于常州市的业务收入占省内业务比 77.55%/77.16%/69.96%。

公司在巩固江苏市场的同时，也积极开拓省外业务，以本地化扎根省外市场，以技术和成本优势做强省外市场。省外拓展主要分为两种模式：第一种是以在安徽、湖南、山东省等地为代表，主要以设计为先导，进而带动 EPC 业务；第二种是通过公司合作的优质上市公司，省外扩建投产，带动公司省外业务的快速开展。此外，公司计划在上海建设基地，建成后将充分利用上海地区充沛的人才、市场要素，先将研发及运维中心迁入，进而建设面向全国的新总部，为公司省外业务拓展提供更坚实的保障。

图 31：2017-2021 公司业务按地区分布情况



资料来源：苏文电能招股说明书，公司公告，德邦研究所

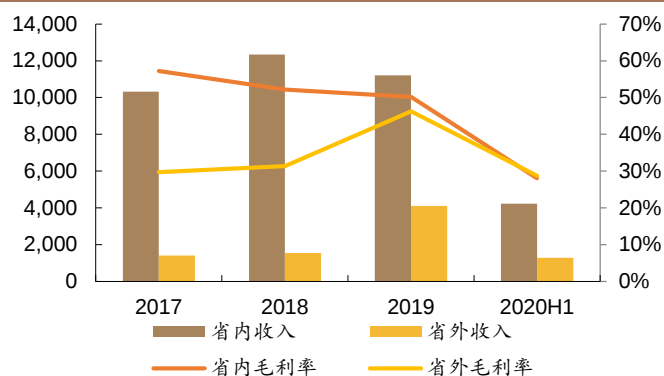
图 32：2017-2019 年公司省外业务拓展地区及累计收入情况



资料来源：苏文电能招股说明书，国家地理信息公共服务平台，德邦研究所

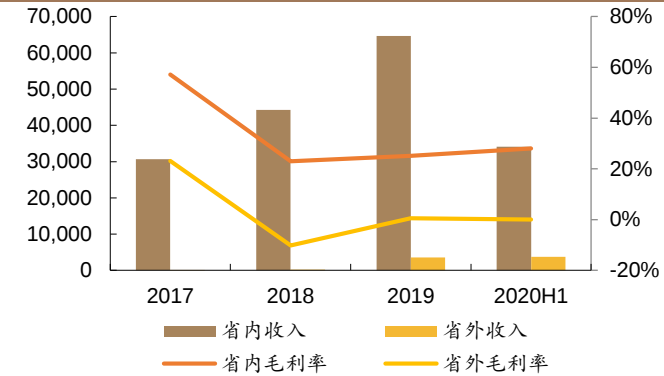
分业务看，公司积极遵循“设计先行”的行业合理发展路径，通过电力设计业务在新市场获取更多项目信息、积累客户资源，进而带动施工等其他业务跨区域发展。截至 2020H1，公司设计业务已经覆盖江苏全部 13 个省辖市，工程业务已覆盖 11 个省辖市，电力设备业务已覆盖 8 个省辖市，并正在由江苏省内向省外扩展。毛利率方面，整体看省内业务毛利水平较稳定，省外业务由于处于扩展阶段，尚未形成规模效应，毛利率波动较大。2017-2020H1，公司省内业务毛利率整体稳中有升，分别实现毛利率 26.69%/29.38%/29.03%/30.12%；省外业务毛利率波动较大，2020H1 受到省外设计和设备业务毛利下降影响仅为 12.57%。

图 33: 电力设计业务省内外收入及毛利率情况 (万元)



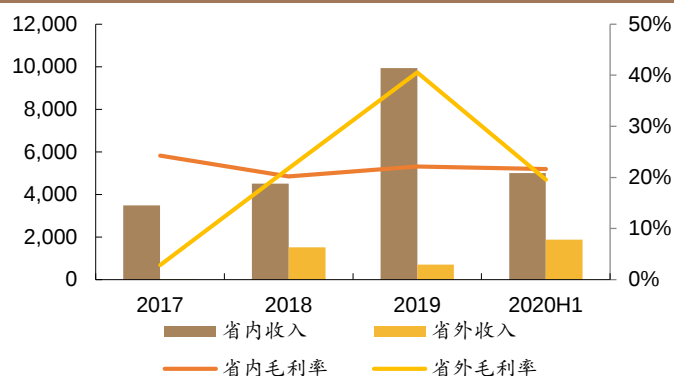
资料来源: 苏文电能招股说明书, 德邦研究所

图 34: 电力工程业务省内外收入及毛利率情况 (万元)



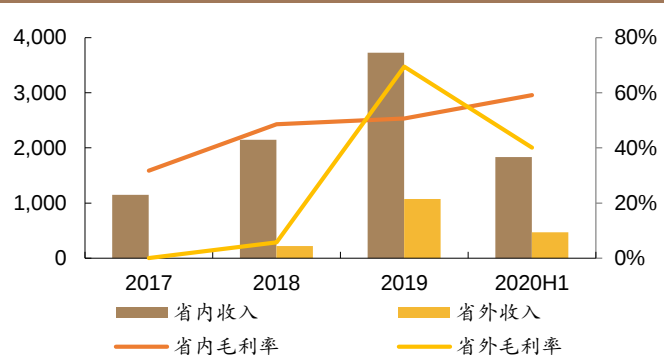
资料来源: 苏文电能招股说明书, 德邦研究所

图 35: 电力设备业务省内外收入及毛利率情况 (万元)



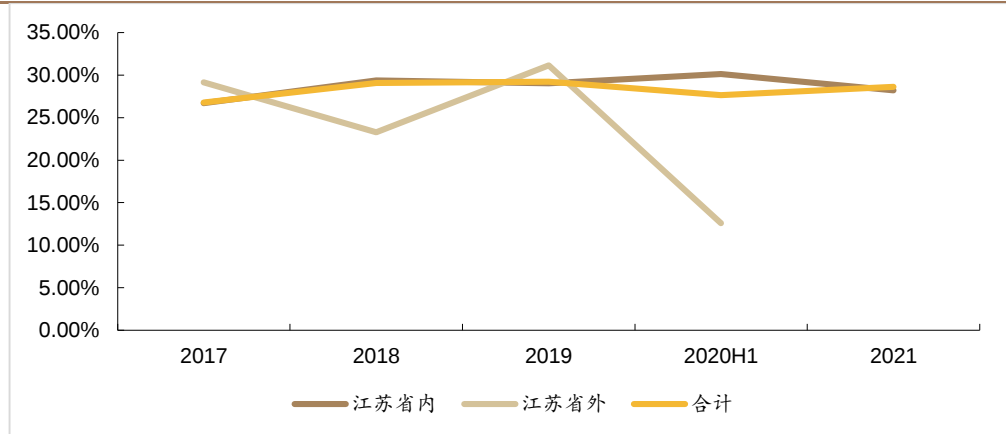
资料来源: 苏文电能招股说明书, 德邦研究所

图 36: 智能用电服务省内外收入及毛利率情况 (万元)



资料来源: 苏文电能招股说明书, 德邦研究所

图 37: 2017-2021 公司江苏省内外及总体毛利率情况



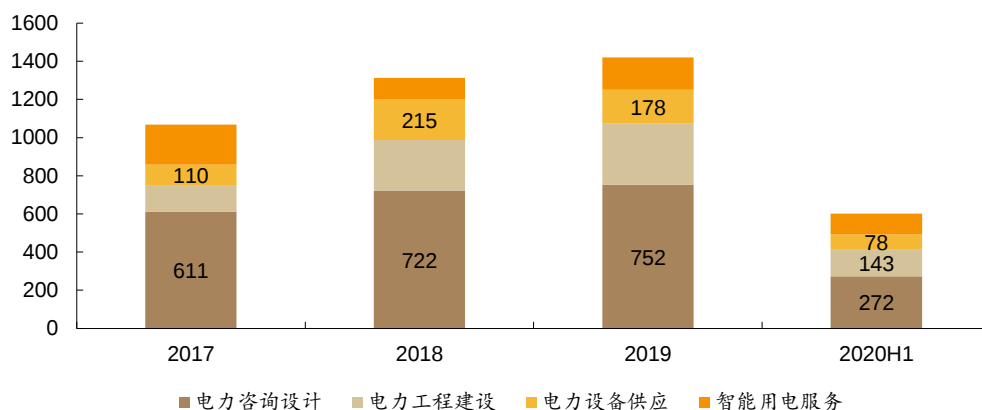
资料来源: 苏文电能招股说明书, 公司公告, 德邦研究所
注: 公司并未披露 2021 年江苏省外业务毛利率情况

4.2. 新签合同数量稳步增长, 省外拓展顺利

分业务类型看, 1) 电力咨询设计业务方面, 2017-2019 年, 公司电力设计新签合同分别数量为 611 个、722 个和 752 个, 其中配电网设计业务新签合同数量

为 530 个、617 个和 596 个，占比分别为 86.74%、85.46%和 79.26%；电网设计业务新签合同数量为 81 个、105 个和 156 个。2) 电力工程建设业务方面：公司承担大型项目能力不断提高，金额 500 万元以上的大型项目数量由 2017 年的 19 个增至 2019 年的 59 个，2020H1，公司新签工程合同 143 个，其中 500 万元以上大型工程合同 31 个，对应合同金额占比为 83.91%。3) 电力设备业务方面，2017 年前公司仅承接少量的电力设备组装业务，此后随着公司业务的完善，合同数量不断增加，2020 年 1-6 月，公司新签设备合同 78 个，其中 500 万元以上大型设备合同 4 个，对应合同金额占比为 51.72%。4) 智能化服务方面，由于公司此业务刚刚起步，新签合同数量和金额波动较大，2020 年 1-6 月，公司新签智能用电服务合同 109 个，其中 30-100 万元合同 16 个，对应合同金额占比为 43.37%。

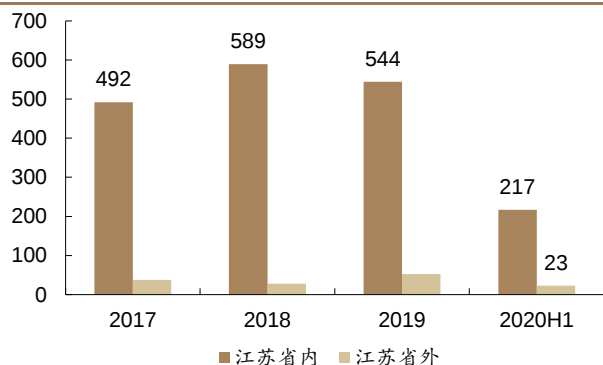
图 38：2017-2020H1 公司各业务新签合同情况（个）



资料来源：苏文电能招股说明书，德邦研究所

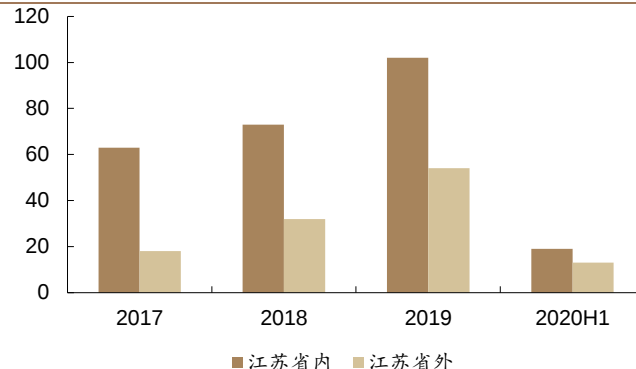
从合同项目所属地域来看，电力咨询设计业务方面：江苏省内新签合同数量分别为 555 个、662 个和 646 个，占比分别为 90.83%、91.69%和 85.90%，省外分别为 56 个、60 个和 106 个。随着公司设计业务的省外拓展，公司省外新签合同数量逐年增加，占比整体呈上升趋势。2020 年 1-6 月，公司新签设计合同 272 个，其中配电网设计业务新签合同 240 个，占比 88.24%，江苏省内新签合同 236 个，占比 86.76%。

图 39：2017-2020H1 配电网咨询设计新签合同分布（个）



资料来源：苏文电能招股说明书，德邦研究所

图 40：2017-2020H1 电网咨询设计新签合同分布（个）



资料来源：苏文电能招股说明书，德邦研究所

2022Q2 新签合同亮眼。根据公司 2022 年一季报，2022Q1，公司新签合同金额 6.51 亿元，同比增加 100.92%。其中电力工程服务及智能化业务新签订单同比增加 119.74%。

表 4：2022Q1 新签合同分布情况

分类	项目	金额（百万元）	同比增减
按业务类型分	设计咨询服务	32.12	74.95%
	电力设备	82.44	34.00%
	电力工程服务及智能化	536.45	119.74%
分类	项目	金额（百万元）	占比
按地区分	江苏省外	190.33	29.24%
	江苏省内	460.69	70.76%
分类	项目	金额（百万元）	占比
按客户类型分	房地产	206.23	31.68%
	工商业	327.40	50.29%
	政府及公共事业	117.39	18.03%
合计		651.02	

资料来源：公司公告，德邦研究所

4.3. 放眼长期，有望实现业务产能双提升

4.3.1. 利用 IPO 募投资金持续完善升级多项业务

2021 年，公司利用 IPO 募投资金进一步完善设计服务网络、运营平台项目和升级研发中心，计划在杭州、长沙、西安、济南、天津等地分别设立分公司，扩大设计服务网络，进一步落实公司“本地化”营销与服务战略，充分发挥设计业务的先导带动作用，推动公司业务走出省外。此外，公司计划通过物联网、云计算、SCADA 等技术，升级构建覆盖用户端变电、配电、用电的信息化运营服务平台——“苏管家”。以便公司能够为客户提供供用电系统信息化个性服务。有利于进一步完善公司一站式（EPCO）产业布局。此外，公司计划对分布式光伏发电系统、智能楼宇综合监控管理平台、配变终端等技术进行深入研究开发，确保公司始终保持良好的技术敏感性和技术创新实力。

图 41：苏管家集控中心展示



资料来源：苏文电能招股说明书，德邦研究所

自有资金设立全资子公司，加码新能源业务。公司 2021 年 8 月发布设立全资子公司的公告，以自有资金 1 亿元设立全资子公司江苏光明顶新能源科技有限公司，开展新能源发电项目的投资、开发、建设、经营管理以及电力设备生产、供应、电力技术服务等业务。公司过去的电力施工业务和电力咨询设计业务中已涉及到部分光伏项目，包括配电网咨询设计中为光伏发电、储能电站、充电站（桩）的电力建设工程提供全过程技术服务以及多个分布式光伏电站设计咨询项目。公司持续加码新能源业务，有望乘着双碳之风进一步提高竞争力。

4.3.2. 公司拟通过向特定对象发行股票募集资金以进一步扩大产能

2022 年 6 月，公司发布公告，拟通过向特定对象发行股票的方式，募集不超过 13.90 亿元资金，用于智能电气设备生产基地建设项目和电力电子设备及储能技术研发中心建设项目。公司预计项目顺利完成后，智能电气设备生产基地建设项目将新增断路器产能 29.20 万台/年，新增中低压成套柜产能 2.30 万台/年。

表 5：智能电气设备生产基地项目达产后预计产能情况

产品	产量 (台)	单价 (元/台)	产值 (万元)
真空断路器	8000	12000	9600
智能型万能式断路器	24000	12500	30000
塑料外壳式断路器	260000	600	15600
中压成套柜	8000	43000	34400
低压成套柜	15000	39000	58500
合计	315000	-	148100

资料来源：公司公告，德邦研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

核心假设:

- (1) **电力施工及智能用电服务:** 公司 2021 年年报将电力工程建设业务与智能用电服务业务合并为“电力施工及智能用电服务”。我们预计随着“十四五”期间电网投资额增加,加之公司资质更加健全,承接业务体量能力提升,省外业务开拓顺利,公司电力施工及智能用电服务业务能够实现稳步提升,我们假设 2022-2024 年此业务同比增速分别为 35%、33%、30%,毛利率维持稳定,假设为 28%;2022-2024 预计实现收入为 18.64、24.79、32.23 亿元。
- (2) **电力设备供应业务:** 随着电力施工业务的拓展,会带动相应的电力设备业务增加,我们假设 2022-2024 年此业务同比增速分别为 40%、37%、32%,毛利率维持为 23%;2022-2024 预计能够实现收入为 4.62、6.34、8.36 亿元。
- (3) **电力咨询设计业务:** 此业务近年来随公司业务拓展占比有所下降,我们假定 2022-2024 年此业务保持 5%的温和增速,毛利率维持为 48%;2022-2024 预计能够实现收入为 1.51、1.59、1.67 亿元。
- (4) **其他业务:** 此部分在公司总业务中占比低,假定营收增速保持稳定,维持在 10%,毛利率为 30%。

表 6: 盈利预测

业务类别	项目	2021	2022E	2023E	2024E
电力施工及智能用电服务	销售收入 (百万)	1380.65	1863.88	2478.96	3222.65
	yoy	35.90%	35.00%	33.00%	30.00%
	毛利润	388.19	521.89	694.11	902.34
	毛利率	28.12%	28.00%	28.00%	28.00%
电力设备供应	销售收入 (百万)	330.35	462.49	633.61	836.36
	yoy	60.15%	40.00%	37.00%	32.00%
	毛利润	72.72	106.37	145.73	192.36
	毛利率	22.01%	23.00%	23.00%	23.00%
电力咨询设计	销售收入 (百万)	144.02	151.22	158.79	166.72
	yoy	-1.15%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利润	69.97	72.59	76.22	80.03
	毛利率	48.58%	48.00%	48.00%	48.00%
其他业务	销售收入 (百万)	0.90	0.99	1.08	1.19
	yoy	-2.25%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利润	0.22	0.30	0.33	0.36
	毛利率	24.52%	30.00%	30.00%	30.00%
总计	销售收入 (百万)	1855.92	2478.58	3272.44	4226.93
	yoy	69.66%	33.55%	32.03%	29.17%
	毛利润	531.10	701.14	916.38	1175.09

资料来源:公司公告,德邦研究所

5.2. 可比公司估值

公司提供一站式供用电服务，多年来立足于江苏省，是省内资质齐全的重要电力行业服务商，我们认为随着公司资质进一步完善，省外业务进一步拓展，公司业绩有望得到提升。我们预计公司 2022-2024 年分别实现销售收入为 24.79 亿元、32.72 亿元、42.27 亿元，增速分别为 33.55%、32.03%、29.17%。归母净利润分别为 3.88 亿元、5.10 亿元、6.53 亿元，增速分别为 28.99%、31.22%、28.02%。首次覆盖，给予增持投资评级。

表 7：苏文电能可比公司估值

公司代码	公司简称	股价（元）	EPS			PE		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300712.SZ	永福股份	64.12	0.22	1.09	1.69	321.98	58.66	37.95
603357.SH	设计总院	10.07	0.85	0.97	1.08	10.79	10.42	9.31
300284.SZ	苏交科	6.58	0.45	0.45	0.52	18.31	14.78	12.61
可比公司平均估值						117.03	27.95	19.95
300982.SZ	苏文电能	52.08	2.34	2.77	3.63	35.30	18.81	14.34

资料来源：wind，德邦研究所（股价为 8 月 15 日收盘价，数据除苏文电能外，其他采用 wind 一致预期）

6. 风险提示

(1) 市场竞争风险

随着我国电力体制改革，电力行业市场化程度不断提高，行业面临着巨大的发展机遇的同时竞争亦将日渐激烈。市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来负面影响。

(2) 行业政策风险

公司所处行业的发展与宏观经济形势、相关产业政策及电力行业投资规模密切相关。另一方面，国家相关部门颁布的电力相关产业投资建议和产业发展政策文件从发布到实施全程存在较大不确定性，从而给公司未来发展带来一定的政策风险。

(3) 公司业务区域拓展不及预期风险

公司业务主要位于江苏省内，近年来省外业务拓展虽取得了较大进展和成果，但公司省外业务尚处于发展期，且电力行业区域壁垒较高，攻克尚需投入更多资源和时间，如果省外市场拓展不及预期，将对公司的经营业绩、成长性和持续经营能力产生不利影响。

(4) 疫情反复风险

新冠疫情依然在全国范围内零星出现，受到地区疫情防控影响，公司业务推进节奏可能会受到延迟，从而对公司项目交付、收入确认产生不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	2.34	2.77	3.63	4.65
每股净资产	10.38	13.14	16.78	21.43
每股经营现金流	0.33	2.43	3.95	3.56
每股股利	0.60	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	35.30	18.81	14.34	11.20
P/B	7.09	3.96	3.10	2.43
P/S	3.94	2.95	2.23	1.73
EV/EBITDA	28.35	13.48	9.52	6.93
股息率%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	28.6%	28.3%	28.0%	27.8%
净利润率	16.2%	15.7%	15.6%	15.4%
净资产收益率	20.7%	21.1%	21.7%	21.7%
资产回报率	12.4%	12.8%	12.5%	12.6%
投资回报率	19.4%	20.9%	21.5%	21.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	35.6%	33.5%	32.0%	29.2%
EBIT 增长率	22.4%	34.4%	31.4%	28.2%
净利润增长率	26.8%	29.0%	31.2%	28.0%
偿债能力指标				
资产负债率	40.0%	39.2%	42.2%	41.8%
流动比率	2.2	2.3	2.2	2.2
速动比率	2.0	2.0	2.0	2.0
现金比率	0.6	0.7	0.8	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	183.2	171.5	178.9	183.2
存货周转天数	20.3	35.4	25.2	20.3
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	20.8	23.3	26.8	31.2

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	301	388	510	653
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	49	37	47	62
非经营收益	-13	0	0	0
营运资金变动	-290	-85	-3	-215
经营活动现金流	47	341	554	500
资产	-143	-68	-78	-101
投资	-270	0	0	0
其他	4	0	0	0
投资活动现金流	-410	-68	-78	-101
债权募资	-2	0	0	0
股权募资	518	0	0	0
其他	-96	-0	-0	-0
融资活动现金流	420	-0	-0	-0
现金净流量	57	273	476	399

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 15 日
资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,856	2,479	3,272	4,227
营业成本	1,325	1,777	2,356	3,052
毛利率%	28.6%	28.3%	28.0%	27.8%
营业税金及附加	2	12	16	21
营业税金率%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	42	62	81	105
营业费用率%	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	69	97	121	154
管理费用率%	3.7%	3.9%	3.7%	3.6%
研发费用	65	87	115	148
研发费用率%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
EBIT	330	443	583	747
财务费用	-3	-3	-3	-3
财务费用率%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	5	0	0	0
营业利润	337	446	586	750
营业外收支	14	0	0	0
利润总额	351	446	586	750
EBITDA	345	481	630	809
所得税	50	58	76	98
有效所得税率%	14.1%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	301	388	510	653

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	559	833	1,309	1,707
应收账款及应收票据	958	1,194	1,657	2,182
存货	74	172	162	170
其它流动资产	539	507	589	713
流动资产合计	2,130	2,707	3,717	4,773
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	89	106	122	135
在建工程	91	91	91	91
无形资产	40	54	68	94
非流动资产合计	297	327	358	397
资产总计	2,427	3,034	4,074	5,170
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	735	837	1,168	1,693
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	213	329	529	447
流动负债合计	948	1,166	1,697	2,140
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	23	23	23	23
非流动负债合计	23	23	23	23
负债总计	971	1,189	1,720	2,163
实收资本	140	140	140	140
普通股股东权益	1,456	1,844	2,354	3,007
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,427	3,034	4,074	5,170

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021 年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有 5 年机械研究经验，1 年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020 年获得 iFinD 机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业 2019 年新财富第三名，2017 年新财富第二名，2017 年金牛奖第二名，2016 年新财富第四名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。