

科润智控 (834062.BJ) 变压器“小巨人”守正出奇，储能赛道助力成长

2023年03月20日

——北交所首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

2023/3/17

| | |
|------------|-----------|
| 当前股价(元) | 5.36 |
| 一年最高最低(元) | 7.68/4.11 |
| 总市值(亿元) | 9.60 |
| 流通市值(亿元) | 5.71 |
| 总股本(亿股) | 1.79 |
| 流通股本(亿股) | 1.06 |
| 近3个月换手率(%) | 24.15 |

北交所研究团队
● 电力设备“小巨人”，核心变压器产品应用于储能与分布式新能源赛道

科润智控为第三批国家级专精特新“小巨人”，高低压成套开关设备与变压器起家，聚焦主营，完善产业链补链拓展与品牌建设。储能可参与调峰调频，消纳平滑可再生新能源的发电波动，避免弃风弃光，具有经济优势。当前主流方案“低压储能系统”需要依赖“升压器”达成最终应用效果。公司依靠核心变压器产品与对PACK、PCS、EMS、BMS的高效集成技术推出“智能储能集装箱”，有望进入高景气赛道。此外叠加分布式新能源的战略布局；我们预计公司2022-2024年的归母净利润分别为0.57/0.85/1.13亿元，对应EPS分别为0.32/0.48/0.63元/股，对应当前股价的PE分别为16.5/11.1/8.4倍，首次覆盖给予“买入”评级。可比公司PE 2023E均值41.5X，公司估值水平较可比公司低。

● 公司与行业：2022年超30%营收利润增长，拥有国网、南网等优质客户资源

专业从事输配电设备、高低压成套、电力专用集装箱、变压器、新能源系列产品，设有浙江省博士后工作站。中高档升级2021年占比64%，各分项主营业务保持增长势头，业绩快报2022年营业收入8.69亿(+33.48pct)；2022年归母净利润5703万(+31.96pct)。成长性显著，近六年营收CAGR 23.7%，利润CAGR 25.9%。此外拥有华能、大唐、华电、国电、国电投五大发电集团与中国移动、联通、电信三大营运商的优质高壁垒客户资源。享受国家红利，以国家电网为例，2022年年度电网投资额同比增长13%达到5300亿。

● 上市跟踪：承接过亿内外贸订单，对外投资收购获得电力设备安装资质

自2022年7月13日登陆北交所，先后中标签署江苏华电、国网、上海电力等变压器设备合同。深化浙江、安徽市场同时扩张版图至尼泊尔；收购控股浙江瑞城电力科技有限公司获得电力设备安装资质，与黄山市开发投资集团创立安徽公司完全投产后规划产值2.4亿/年，6000万产品出口尼泊尔国家能源局下属配电板块。募投项目正持续推进。

● 风险提示：竞争加剧风险、下游需求不及预期风险、应收账款坏账风险
财务摘要和估值指标

| 指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 571 | 651 | 869 | 1,240 | 1,613 |
| YOY(%) | 20.2 | 14.0 | 33.4 | 42.7 | 30.1 |
| 归母净利润(百万元) | 51 | 43 | 57 | 85 | 113 |
| YOY(%) | 32.8 | -14.9 | 32.3 | 49.0 | 32.2 |
| 毛利率(%) | 22.1 | 19.3 | 19.7 | 20.0 | 20.4 |
| 净利率(%) | 8.9 | 6.6 | 6.6 | 6.9 | 7.0 |
| ROE(%) | 13.6 | 10.3 | 12.1 | 15.2 | 16.8 |
| EPS(摊薄/元) | 0.28 | 0.24 | 0.32 | 0.48 | 0.63 |
| P/E(倍) | 18.6 | 21.9 | 16.5 | 11.1 | 8.4 |
| P/B(倍) | 2.5 | 2.3 | 2.0 | 1.7 | 1.4 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|---|----|
| 1、上市跟踪：新能源内外贸工程订单不断，进入高成长轨道..... | 4 |
| 2、亮点强调：储能与分布式新能源战略，客户资源优质..... | 5 |
| 2.1、智能“储能”集装箱：应用升压设备，实现各模块高效集成..... | 5 |
| 2.2、基于变压器、开关设备的深耕经验，紧抓“分布式新能源”机会..... | 7 |
| 2.3、客户优势：电力系统企业客户门槛高，国家电网投资额增加 13%..... | 9 |
| 3、公司与行业..... | 11 |
| 3.1、公司概况：电力新能源变压器、开关柜“小巨人”，专注十余年..... | 11 |
| 3.2、分类探讨：以变压器为核心，向中高档、风光储等领域不断拓展..... | 12 |
| 3.3、财务指标：近六年营收 CAGR 23.7%，2022 年恢复高增..... | 16 |
| 3.4、同行对比：当前规模较小但成长性突出..... | 18 |
| 4、盈利预测与投资建议..... | 21 |
| 4.1、关键假设：营收增长超 30%，毛利率、净利率指标恢复至 20%、7%..... | 21 |
| 4.2、估值对比：预计 2023 年 PE 11.1X，可比均值 41.5X..... | 21 |
| 5、风险提示..... | 21 |
| 附：财务预测摘要..... | 22 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：2022 年营业收入 8.69 亿，同比增长 33.48%..... | 5 |
| 图 2：2022 年归母净利润 5703 万，同比增长 31.96%..... | 5 |
| 图 3：电化学储能技术应用场景广泛..... | 6 |
| 图 4：储能调峰运行示意图，可消除发电间歇现象..... | 6 |
| 图 5：保守预测 2021-2026 年储能累计装机 CAGR 53.3%..... | 6 |
| 图 6：乐观预测 2021-2026 年 CAGR 69.2%..... | 6 |
| 图 7：箱式储能系统解决方案示意图，需要用到升压设备，同时具备集成能力..... | 7 |
| 图 8：分布式新能源发电以灵活、污染低为主要特点..... | 8 |
| 图 9：光伏新增装机以分布式为主..... | 8 |
| 图 10：分布式光伏将逐渐占有集中式装机份额..... | 8 |
| 图 11：客户资源优质丰富，以五大发电集团与三大营运商为主..... | 10 |
| 图 12：营销网络遍布全球，产品远销东南亚、非洲等多个国家和地区..... | 10 |
| 图 13：科润智控近年稳步发展，评为“第三批专精特新小巨人”..... | 11 |
| 图 14：产品涵盖干式、湿式变压器两大类（单位：万）..... | 14 |
| 图 15：中高档变压器 2021 年占比 64%（单位：万）..... | 14 |
| 图 16：开关设备营收持续增长..... | 15 |
| 图 17：2022H1 成套开关设备毛利率为 19.58%..... | 15 |
| 图 18：2020 年起高档户外成套设备开始实现规模营收..... | 16 |
| 图 19：风光储相关高档户外成套设备占比呈上升趋势..... | 16 |
| 图 20：2016 年起营收持续增长，2022 年恢复高增..... | 16 |
| 图 21：收入 90% 以上来自自有品牌..... | 16 |
| 图 22：收入 70% 以上来自华东地区..... | 17 |
| 图 23：收入占比整体呈逐季增加的特征..... | 17 |
| 图 24：毛利率逐步企稳..... | 17 |
| 图 25：各产品毛利率基本一致..... | 17 |

| | |
|--|----|
| 图 26: 自有品牌拉动毛利率维持较高位置..... | 17 |
| 图 27: 2022 年归母净利润增速达 32% (单位: 万) | 18 |
| 图 28: 净利率逐渐企稳 | 18 |
| 图 29: 研发费用 2021 年同比增长 28% | 18 |
| 图 30: 2022Q3 研发费用率 3.54% | 18 |
| 图 31: 行业龙头金盘科技与特锐德存在规模优势..... | 20 |
| 图 32: 归母净利润与营收趋势不存在明显差异..... | 20 |
| 图 33: ROE 位于行业前列 | 20 |
| 图 34: 受益高资产周转率 | 20 |
| 图 35: 2022Q3 毛利率 18.77%, 与行业趋势相同 | 20 |
| 图 36: 2022Q3 净利率 5.08%, 与多数公司变动一致 | 20 |
| 图 37: 科润智控 3 年营收 CAGR 18.01% | 21 |
| 图 38: 科润智控 3 年利润 CAGR 9.64% | 21 |
| | |
| 表 1: 北交所上市以来, 公司对外投资、中标、入选资质等积极动作不断..... | 4 |
| 表 2: 3 年自产产品均价变压器 78 万/万 KVA, 开关、户外设备分别为 3、12 万/套..... | 4 |
| 表 3: 募投资金主要用于变压器建设 | 5 |
| 表 4: 募投项目达产后或带来销售收入 5 亿..... | 5 |
| 表 5: 科润智控“智能储能集装箱产品”高度集成各模块, 应用自产升压设备解决需求..... | 7 |
| 表 6: 科润智控将在变压器、开关设备的深耕经验应用于分布式新能源相关设备 | 9 |
| 表 7: 以国家电网为首的电力系统企业位居公司客户前列 (单位: 万) | 9 |
| 表 8: 管理人员在相关领域如电力设备、财务等具备丰富经验..... | 11 |
| 表 9: 以变压器产品为核心, 干式、湿式产品应用于发电厂 (站)、变电所 (变电站) 等多领域 | 13 |
| 表 10: 高低压成套开关设备产品主要应用于配电环节..... | 14 |
| 表 11: 传统户外成套设备产品为箱式变电站, 高档产品含储能集装箱、风光变电站等 | 15 |
| 表 12: 国内规模企业突围输配电电力市场..... | 18 |
| 表 13: 金盘科技为干式变压器龙头, 扬电科技终端客户主要同为国家电网, 特锐德为国内最大箱变企业 | 19 |
| 表 14: 可比公司盈利预测与估值 | 21 |

1、上市跟踪：新能源外贸工程订单不断，进入高成长轨道

科润智控上市后产生了积极效应。上市后产品品牌效应凸显，营业收入保持快速增长态势，2022年前三季度发生额较上年同期增加1.93亿元，同比增长46.84%，其中，第三季度发生额较上年同期增加9341万元，同比增长56.03%。此外，上市后融资能力进一步提升，为公司产能增加以及业务规模的扩大提供了重要的资金保障。

表1：北交所上市以来，公司对外投资、中标、入选资质等积极动作不断

| 时间 | 内容 |
|----------------------|---|
| 2022.8.1 | 中标江苏华电480万高压用变压器设备 |
| 2022.8.15 | 控股浙江瑞城电力，获得电力设备安装资质 |
| 2022.9.19/2022.10.28 | 创立科润智慧新能源设备，与黄山市开发投资集团合资设立安徽公司（5000台智能成套开关设备、100万KVA干式变压器、100套储能设备生产线） |
| 2022.11.24 | 中标军选民用装备承制单位 |
| 2023.1.11 | 中标国网河南省1100万、上海电力公司3409万 |
| 2023.2 | 发布股权激励计划，设立了25%的两年期的营收和利润增长目标 |
| 2023.2.28 | 与浙江江山源光电气有限公司签订了一份变压器采购合同，采购金额为6,000万元，最终需求方为尼泊尔国家能源局（NEA）下属的配电和消费者服务局（DCSD）。 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

其中，安徽公司规划产值或达2.4亿/年。根据公司披露的产品单价，以变压器78万/万KVA、开关设备3万/套、储能设备生产线（户外成套设备）12万/套测算。

表2：3年自产产品均价变压器78万/万KVA，开关、户外设备分别为3、12万/套

| 项目 | 产品类型 | 2021 | 2020 | 2019 |
|-----|-----------|-------|-------|-------|
| OEM | 变压器 | 73.88 | 62.67 | 61.86 |
| | 高低压成套开关设备 | 2.17 | 8.54 | 4.24 |
| | 户外成套设备 | 22.35 | 21.83 | 12.51 |
| 自产 | 变压器 | 80.36 | 77.03 | 76.36 |
| | 高低压成套开关设备 | 3.36 | 3.5 | 2.94 |
| | 户外成套设备 | 14.14 | 12.06 | 9.78 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

募投变压器生产已完成厂房建设，全部达产后或新增年均营收5亿元（招股说明书）。科润智控计划投入1.12亿元于年产500万kVA节能型变压器生产线建设项目。投资总额20480.90万元，预计包括固定资产投资18019.30万元及铺底流动资金2461.60万元，其中固定资产投资占比88%。

项目计划分两期施工投产，建设总周期为24月，前12个月完成一期厂房建设，预计达到计划产能的40%；后12个月完成二期厂房建设，达到计划产能的80%；完工后一年实现正常生产运营，达到计划产能的100%。投产初期生产计划：一期3#厂房投产，销售收入可达2.4亿，二期1#和2#厂房投产，销售收入可达2.6亿。

表3：募投资金主要用于变压器建设

| 序号 | 项目名称 | 总投资规模 | 拟投入募集资金 |
|----|----------------------------|-----------|-----------|
| 1 | 年产 500 万 kVA 节能型变压器生产线建设项目 | 20,480.90 | 11,236.20 |
| 2 | 补充流动资金 | 4,000.00 | 4,000.00 |
| 合计 | | 24,480.90 | 15,236.20 |

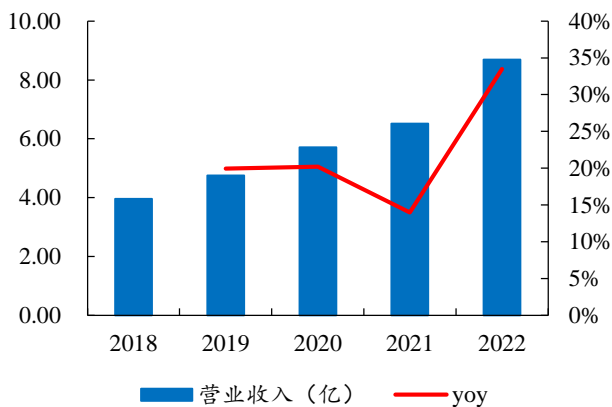
数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

表4：募投项目达产后或带来销售收入 5 亿

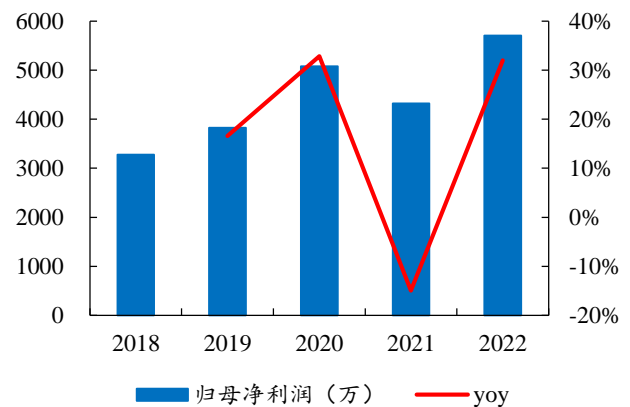
| 产品名称 | 生产台数（台） | 产品容量（万 KVA） | 销售收入（万元） |
|-----------|---------|-------------|-----------|
| 节能型油浸式变压器 | 3,900 | 200 | 24,000.00 |
| 节能型干式变压器 | 2,000 | 175 | 13,000.00 |
| 非晶合金变压器 | 3,100 | 125 | 13,000.00 |
| 合计 | 9,000 | 500 | 50,000.00 |

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

2022 年营收、利润高成长。根据最新披露的年度业绩快报，营收达 8.69 亿，同比增长 33.48%，在截止 2023 年 2 月份的 175 家北交所上市公司中排名 26 位。归母净利润 5703 万，同比增长 31.96%。3 年营收、利润 CAGR 分别为 22.29%、14.25%。

图1：2022 年营业收入 8.69 亿，同比增长 33.48%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022 年归母净利润 5703 万，同比增长 31.96%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、亮点强调：储能与分布式新能源战略，客户资源优质

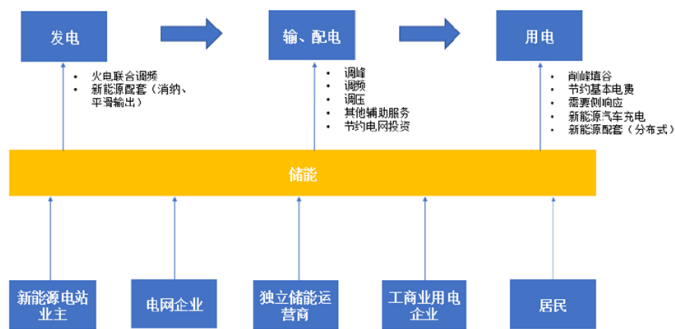
2.1、智能“储能”集装箱：应用升压设备，实现各模块高效集成

储能：为新能源技术而生，改善成本、参与调频调峰，应用场景广。发电侧角度，光伏、风电等新能源具有波动性、间歇性与随机性等特征，无法根据用电端需求调整发电量，属于不稳定的电源，因此装机或发电占比达到一定程度时，会影响电网的稳定性。电化学储能可较好地消纳和平滑可再生新能源的发电波动，避免弃风和弃光现象，实现更高的渗透率。

此外，因其电池成本低、使用方便、环境污染少、不受地域限制，具备新能源消纳、峰谷套利、需求侧响应等多重特点。可应用于电力系统中的发电、输配电、

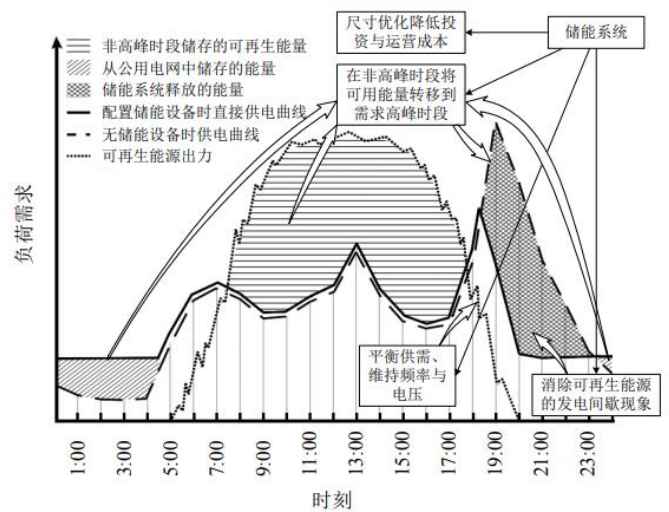
用电等环节，并能有效促进集中式可再生能源并网。因此，新能源电站业主、电网企业、独立储能运营商、工商业用电企业、居民等具有较大的电化学储能需求。

图3：电化学储能技术应用场景广泛



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

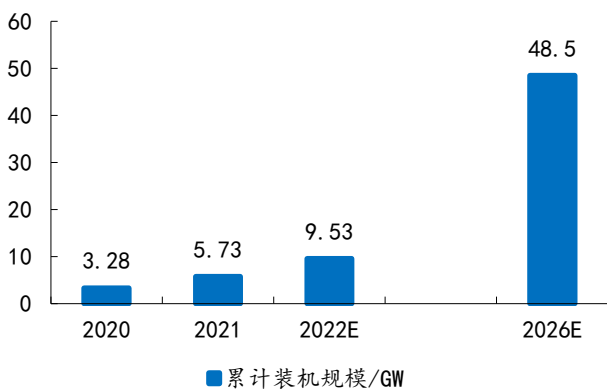
图4：储能调峰运行示意图，可消除发电间歇现象



资料来源：刘畅、卓建坤等《利用储能系统实现可再生能源微电网灵活安全运行的研究综述》

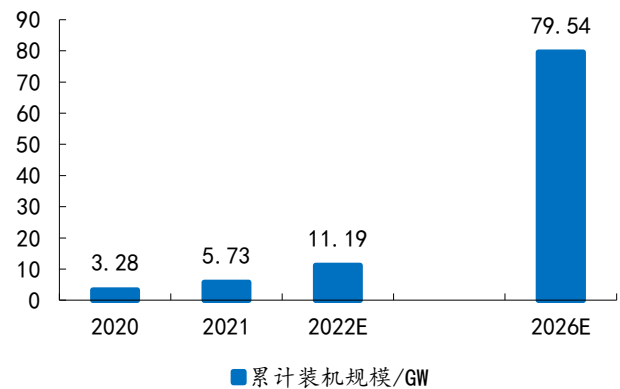
保守预计 2026 年新型储能累计装机规模将达到 48.5GW，CAGR 达 53.3%。根据中关村储能产业技术联盟（CNESA）发布的《储能产业研究白皮书 2022》，2020 年中国新型储能累计装机规模达 3.28GW，2021 年储能市场累计装机规模达到 5.73GW，理想预计 2026 年新型储能累计装机规模将达到 79.54GW，CAGR 达 69.2%。我国的电化学储能市场将正式跨入规模化发展阶段。

图5：保守预测 2021-2026 年储能累计装机 CAGR 53.3%



数据来源：CNESA、开源证券研究所

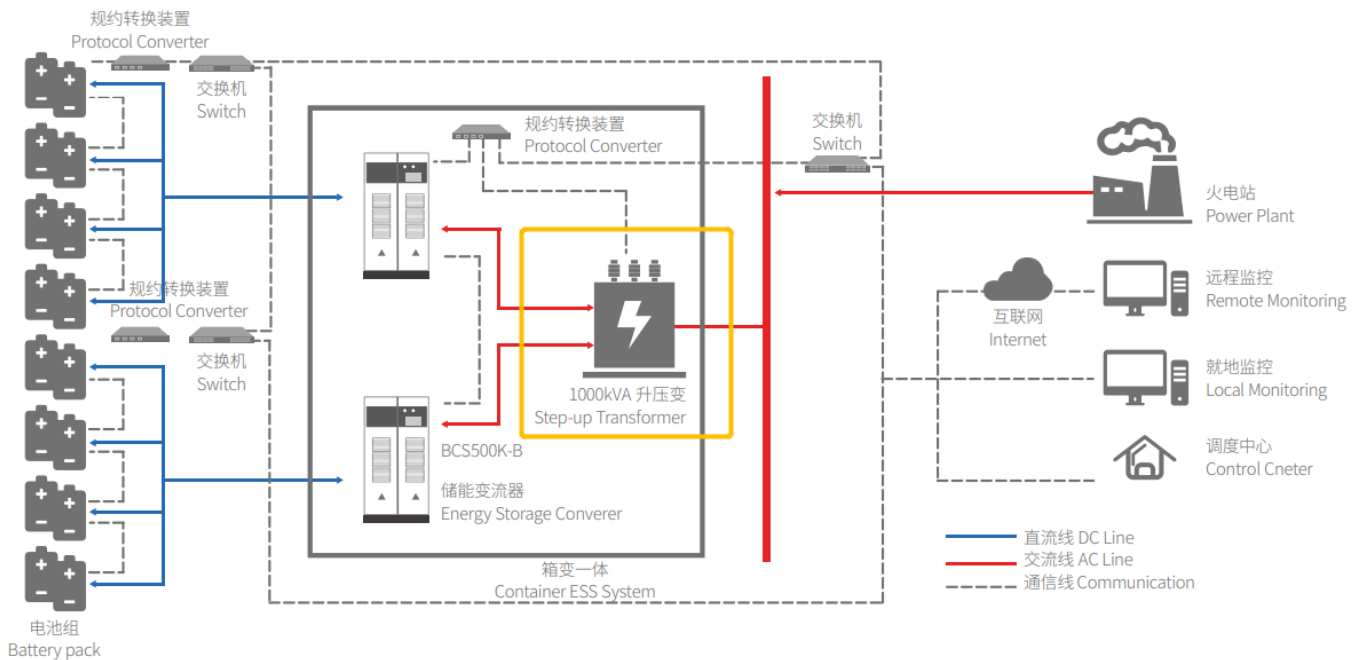
图6：乐观预测 2021-2026 年 CAGR 69.2%



数据来源：CNESA、开源证券研究所

当前主流技术方案“低压储能系统”需要依赖“升压器”达成最终应用效果。目前市场上增量最大、占有率最高的储能技术路线是使用三相两电平功率变换系统 PCS 的低压塔式方案，结构简单、投资成本低，后续安装、运维成本便宜，对升压变压器有需求，主流低压路线的厂商主要有阳光电源、上能电气、科华数据等。

图7：箱式储能系统解决方案示意图，需要用到升压设备，同时具备集成能力



资料来源：科华数据官网、开源证券研究所（注：黄框部分为升压变压器设备）

科润智控“智能储能集装箱”产品满足储能、调峰调频等功能。可用于电力系统的储能、调峰调频及应急电源等供电领域，并对储能电池组、储能变流器（PCS）、能量控制系统（EMS）及电池管理系统（BMS）等模块实现高效集成，实现对电能的储存与释放过程的控制、保护、测量及调节等功能。

表5：科润智控“智能储能集装箱产品”高度集成各模块，应用自产升压设备解决需求

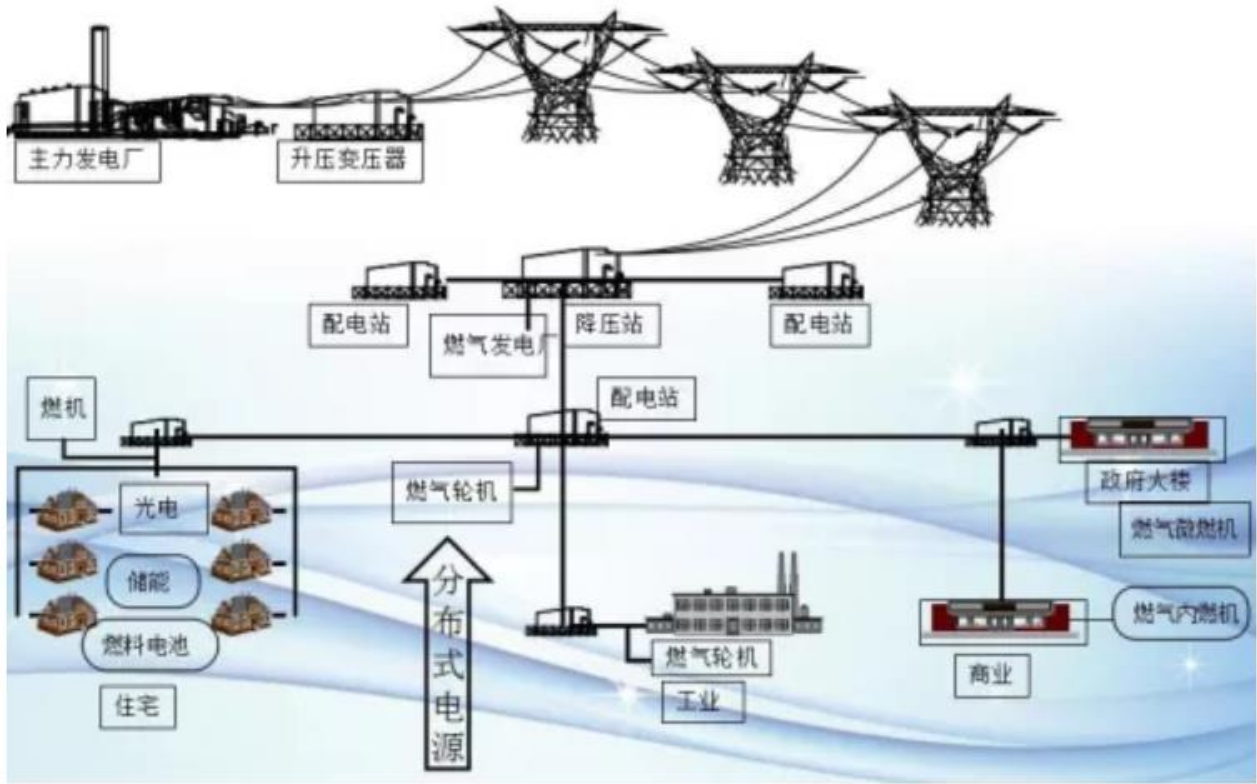
| 产品 | 功能介绍 | 产品示例 |
|---------|---|------|
| 智能储能集装箱 | 一般用于新能源（风力、光伏等）发电系统的储能供电系统及三相交流电网系统中的“削峰填谷、应急电源”，是一种柔性电力设备；可用于电能的储存与释放，并实现智能控制，是当今供配电系统的电力高端装备。产品制造精度高，变形小，箱体结构采用双层隔热工艺，配置智能强冷风循环系统和智能消防系统，实现对电池储能系统的远程智能控制 | |

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.2、基于变压器、开关设备的深耕经验，紧抓“分布式新能源”机会

与传统集中式供电相比，分布式新能源发电具备发电方式灵活、单机发电容量较小、布置分散、输配电损耗低、调峰性能好、系统操作简便、土建安装成本低、与环境兼容等优势。该供电体系可在电力生产侧进一步提升装机比重，逐步降低石油、煤炭、天然气等产生中高二氧化碳的装机比例，并加大现有石化电站的技术改造和落后电力产能的淘汰力度，最大限度地降低每度电的燃料消耗量。

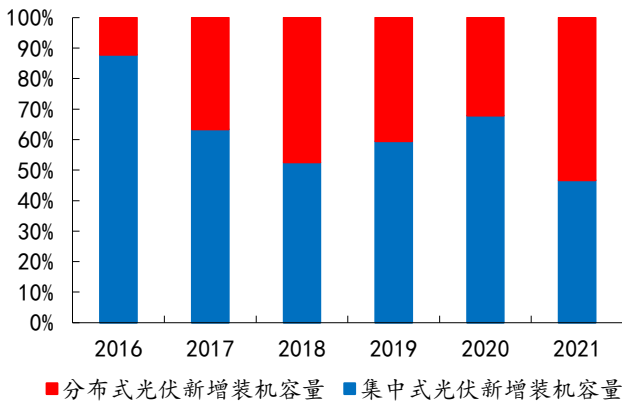
图8：分布式新能源发电以灵活、污染低为主要特点



资料来源：VIBAIKE

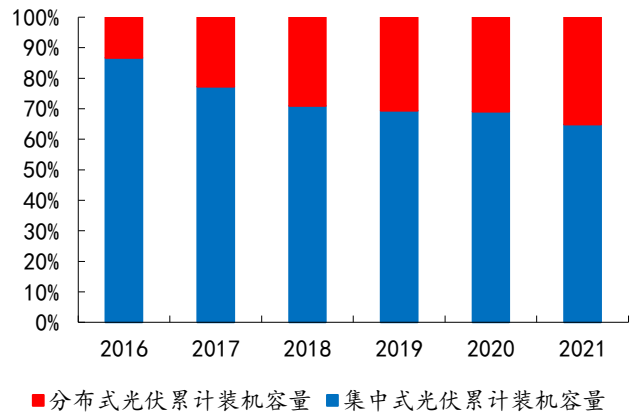
新增光伏装机以分布式为主。根据国家能源局数据，2021年，我国分布式光伏新增装机容量为 29.3GW，约占全部光伏发电新增装机容量的 55%；分布式光伏累计并网装机容量为 108GW，约占全部光伏发电累计并网装机容量的 35%。“碳达峰、碳中和”国家战略目标的引导下，2021 年全年累计纳入国家财政补贴规模户用光伏项目装机容量为 21.5GW，户用光伏不断为分布式光伏撑开市场空间。

图9：光伏新增装机以分布式为主



数据来源：观研天下、开源证券研究所

图10：分布式光伏将逐渐占有集中式装机份额



数据来源：观研天下、开源证券研究所

分布式新能源各环节均需要使用“变压器”及“高低压成套开关设备”。通常包

括中压配电网侧接入电网，站内供电线路的控制保护、升压接网等环节。

表6：科润智控将在变压器、开关设备的深耕经验应用于分布式新能源相关设备

| 应用领域 | 主要产品 | 主要核心技术 |
|----------------|--|--|
| 分布式 新能源 | 可适用于分布式新能源发电并网领域的智能型光伏（风力）发电专用预装式变电站、YB 系列预装式变电站、移动车载式箱式变电站、预制舱式移动变电站等产品，并开发了可适用于高效储能领域的智能储能集装箱等产品。上述产品可广泛应用于光伏发电以及风能发电领域。此外，自产变压器、高低压成套开关设备产品也可运用于分布式新能源发电并网项目中 | 基于高集成设计平台的智能变电站设计技术；安全性预制舱、智能储能集装箱设计技术 |
| “光储充” 一体化系统 | 在“光”方面，公司已研制出适用于分布式新能源发电并网的一系列户外成套设备。 在“储”方面，已研制出适用于高效储能领域的智能储能集装箱产品 | 基于高集成设计平台的智能变电站设计技术；安全性预制舱、智能储能集装箱设计技术 |

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.3、客户优势：电力系统企业客户门槛高，国家电网投资额增加 13%

国家电网集团始终位列公司第一大客户，年销售金额超 1.92 亿，准入壁垒高。我国输配电及控制设备市场中的高门槛客户以电网公司、大型用电企业及发电企业客户为主，设备采购时主要采用招投标模式，对拟投标者进行资格审查，仅有入围企业才能参与投标，需求量大且入围企业数量有限。（注：国家电网包含国网安徽省电力有限公司物资分公司等 245 家公司；南方电网包含广西电网有限责任公司南宁供电局等 28 家公司）

市场容量大，年度投资额有望达到 5300 亿。公告披露，根据中国电力企业联合会数据，在电网建设端，2011-2021 年我国每年电网投资金额由 3,682 亿元增长至 4,951 亿元；在发电端，2021 年，电源工程建设投资金额为 5,530 亿元，分布式新能源的不断开发进一步支撑输配电及控制设备的市场空间。到 2022 年底，国家电网预计再完成近 3,000 亿元电网投资，年度投资额有望达到 5,300 亿元，同比增长达 13%。

表7：以国家电网为首的电力系统企业位居公司客户前列（单位：万）

| 期间 | 序号 | 客户名称 | 销售金额 | 占比 |
|---------|----|--------------|-----------|-------|
| 2021 年度 | 1 | 国家电网 | 19,189.92 | 29.47 |
| | 2 | 中国西电集团有限公司 | 1,636.14 | 2.51 |
| | 3 | 浙江隆泰电力建设有限公司 | 1,355.92 | 2.08 |
| | 4 | 南方电网 | 1,108.86 | 1.7 |
| | 5 | 华夏输配电设备有限公司 | 1,076.38 | 1.65 |
| | | 合计 | 24,367.22 | 37.42 |
| 2020 年度 | 1 | 国家电网 | 19,241.43 | 33.68 |
| | 2 | 中国西电集团有限公司 | 2,226.90 | 3.9 |
| | 3 | 山西亚鑫新能科技有限公司 | 2,068.22 | 3.62 |
| | 4 | 南方电网 | 1,447.67 | 2.53 |
| | 5 | 北京嘉赫科贸有限公司 | 1,330.53 | 2.33 |
| | | 合计 | 26,314.75 | 46.06 |
| 2019 年度 | 1 | 国家电网 | 13,183.47 | 27.74 |
| | 2 | 南方电网 | 2,105.81 | 4.43 |
| | 3 | 中电电气集团有限公司 | 1,579.49 | 3.32 |

| 期间 | 序号 | 客户名称 | 销售金额 | 占比 |
|----|----|--------------|-----------|-------|
| | 4 | 浙江隆泰电力建设有限公司 | 1,206.70 | 2.54 |
| | 5 | 中国中铁股份有限公司 | 1,086.55 | 2.29 |
| | | 合计 | 19,162.03 | 40.32 |

数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

此外，科润智控还是世界 500 强企业 ABB 公司、美国通用电气（GE）公司的战略合作伙伴。产品畅销国网、南网及国内各省市区，远销东南亚、非洲等多个国家和地区，是华能、大唐、华电、国电、国电投五大发电集团和中国移动、联通、电信三大运营商的合格供应商，与中石油、中石化、中国中铁、中国中车、中国铁塔等大型央企有着良好地合作关系。

图11：客户资源优质丰富，以五大发电集团与三大运营商为主



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

图12：营销网络遍布全球，产品远销东南亚、非洲等多个国家和地区



资料来源：公司官网

3、公司与行业

3.1、公司概况：电力新能源变压器、开关柜“小巨人”，专注十余年

专注电力新能源十余年，第三批专精特新“小巨人”企业，设有浙江省博士后工作站。科润智能控制股份有限公司于2004年成立，是一家专业从事输配电设备、高低压成套、电力专用集装箱、变压器、新能源系列产品的研发、生产、销售、服务为一体的企业。一直致力于电力及新能源产品的研发和产业链的完善，始终专注于品质的提升和科润品牌的建设，被评定为国家高新技术企业。

图13：科润智控近年稳步发展，评为“第三批专精特新小巨人”



资料来源：公司公告

管理人员行业经验丰富。高级管理人员为总经理章群锋、董事会秘书李强、副总经理王隆英、副总经理陆显荣、财务负责人何永福，在各自领域从事20年左右，管理能力突出，对公司了解深入。

表8：管理人员在相关领域如电力设备、财务等具备丰富经验

| 序号 | 姓名 | 公司职务 | 本届任期 | 简介 |
|----|----|------|---------------------------|---|
| 1 | 王荣 | 董事长 | 2021.07.27- 2024.07.26 | 浙江大学 MBA, 高级经济师。1995年7月至1996年3月任江山开关厂技术科科长；1996年4月至2002年7月任职浙江开关厂电器工厂技术科、销售科；2004年2月创办设立科润智控，现任董事长。 |

| 序号 | 姓名 | 公司职务 | 本届任期 | 简介 |
|----|-----|--------------------|---------------------------|---|
| 2 | 章群锋 | 董事、 总经理 | 2021.07.27- 2024.07.26 | 硕士研究生学历，中共党员，高级经济师。1998年4月至2000年8月任浙江国光科技集团有限公司采购总监；2000年8月至2004年12月任浙江国光科技集团有限公司总经理助理；2004年12月至2006年6月任浙江爱立德化工有限公司常务副总经理；2006年6月至2010年12月任浙江江山变压器有限公司董事、总经理；2011年3月至2012年5月任纪元电气集团有限公司总经理。2012年8月加入，现任董事、总经理。 |
| 3 | 李强 | 董事、 董秘、 副总经理 | 2021.07.27- 2024.07.26 | 2002年7月至2003年12月任财通证券江山县城东路营业部员工；2004年3月至2006年5月任国信证券北京营销中心区域经理；2006年6月至2017年3月任中国中投证券北京分公司机构业务部总经理。2017年8月加入，现任董事、董事会秘书兼副总经理。 |
| 4 | 王隆英 | 董事、 副总经理 | 2021.07.27- 2024.07.26 | 大专学历，清华大学EMBA。1997年7月至2001年3月任浙江开关厂电器二厂业务员，2002年8月至2004年2月任江山市华润电力设备厂副厂长，2004年2月至2012年7月任浙江科润电力设备有限公司总经理，2012年8月至2020年2月任公司总经理助理，2020年3月至今任公司副总经理。 |
| 5 | 陆显荣 | 副总经理 | 2021.07.27- 2024.07.26 | 2003年6月至2014年5月历任浙江江山变压器股份有限公司制造部部长、营销公司经理、贵阳、西安办事主任。2014年6月加入本公司，曾任本公司变压器事业部总经理，现任副总经理、变压器事业部经理。 |
| 6 | 何永福 | 财务 负责人 | 2021.07.27- 2024.07.26 | 研究生学历，高级会计师，中国注册会计师非执业会员。2008年8月至2013年7月，任义乌市供电局财务资产部会计，2013年8月至10月，任国网浙江义乌市供电公司财务资产部会计，2013年11月至2017年6月，任国网浙江义乌市供电公司财务资产部副主任；2017年7月至2020年6月，任浙江中国小商品城集团股份有限公司财务部经理；2020年7月至2020年8月，任富春科技股份有限公司财务副总监。2020年9月加入，现任本公司财务负责人。 |

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、分类探讨：以变压器为核心，向中高档、风光储等领域不断拓展

产品包含变压器、户外成套设备（储能相关）等。科润智控长期专注变压器、高低压成套开关设备、户外成套设备等输配电核心设备的研发和创新，注重开发低耗能、环保型、智能型产品。广泛应用于城乡电网工程、建筑交通配电行业、工业电气自动化控制等领域。

(1) 变压器

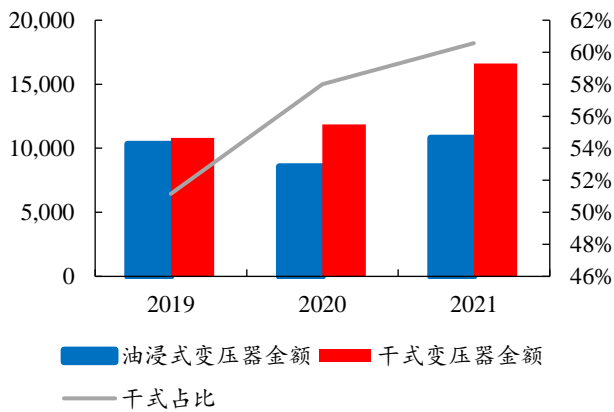
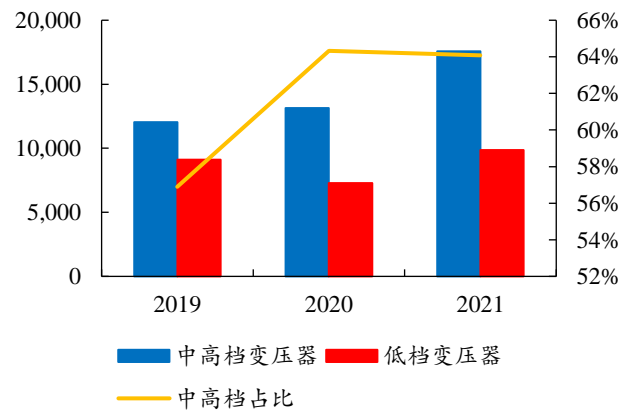
主要使用在输配电网的变电站或配电站中。变压器产品是一种利用电磁感应原理来改变交流电压的装置。可以实现交流电在同一频率下不同电压等级间的转换，即将交流电压转换成相同频率的另一种电压。通过电压变换、电流变换、阻抗变换、隔离、稳压（磁饱和变压器）等功能，变压器在发电、输电、配电、用电等各个环节起着重要的作用。

表9：以变压器产品为核心，干式、湿式产品应用于发电厂（站）、变电所（变电站）等多领域

| 主要产品 | 性能指标 | 功能介绍 | 产品示例 |
|---------------------------------|---|--|---|
| 油浸式 硅钢配电 变压器 | 额定容量为 30KVA-2,500kVA; 一次侧额定电压为 6kV-35kV; 二次侧额定电压为 0.4kV | 全密封式优化设计，性价比高，低损耗、低噪音、高效率。油体积的变化由波纹油箱的波纹片的弹性来自动调节补偿，变压器与空气隔绝，防止和减缓油的劣化和绝缘老化，正常运行免维护。用于发电厂（站）、变电所（变电站）、工业、商业、建筑交通等 |  |
| 油浸式 非晶合金 配电变压器 | 额定容量为 30kVA-2,500kVA; 一次侧额定电压为 6kV-35kV; 二次侧额定电压为 0.4kV | 采用三相五柱卷式的非晶合金铁芯，铁芯夹紧用薄板成型框架结构，具有很高的饱和磁感应强度，具备低矫顽力、低损耗（相当于硅钢片的 1/5-1/3）、低励磁电流、良好的温度稳定性、抗短路能力强等特点，节能效果显著。结构先进合理，机械强度高。用于发电厂（站）、变电所（变电站）、工业、商业、建筑、交通等 |  |
| 油浸式 35kV 级 油浸式硅钢 电力变压器 | 额定容量为 50kVA-40,000kVA; 一次侧额定电压为 33kV-38.5kV; 二次侧额定电压为 0.4kV-11kV | 采用先进的电磁计算软件，铁芯采用优质高导磁取向冷轧硅钢片多级阶梯叠积而成，绕组设计合理。线圈采用了利于散热的新型油道结构，并优化绝缘工艺，结构合理。该产品性能可靠，具有低损耗、低噪音、低局放、不渗漏、抗短路能力强的特点。用于发电厂（站）、电力电网系统变电站、35kV 用户站、变电所（变电站）、工业等 |  |
| 110kV 级 油浸式硅钢 电力变压器 | 额定容量为 6,300kVA-180,000kVA; 一次侧额定电压为 110kV-132kV; 二次侧额定电压为 6.3kV-38.5kV | 铁芯采用优质高导磁取向冷轧硅钢片多级阶梯叠积而成，具有低损耗、低噪声等特点。通过分接区域及油道设计的合理布置、新型的绕组结构，有效提高了散热能力和抗短路冲击能力。油箱的箱壁采用一次成型折弯瓦楞结构，油箱的机械强度高。器身与油箱之间采用全方位的定位结构，保证产品运行的稳定性。用于发电厂（站）、电力电网系统、大型 110kV 变电站主变、变电所（变电站）、工业等 |  |
| 干式 硅钢电力配 电变压器 | 额定容量为 30kVA-2,500kVA; 一次侧额定电压为 6kV-35kV; 二次侧额定电压为 0.4kV | 线圈采用环氧树脂全封包浇注。铁芯采用高性能冷轧取向硅钢片，剪切毛刺小、叠片系数低，有效降低了空载损耗、空载电流和噪音。线圈不吸潮、不污染环境、机械强度高、绝缘强度高、低噪音、抗短路冲击能力强；阻燃性极佳，防爆、防灾性能突出。用于发电厂（站）、变电所（变电站）、工业、商业、建筑、交通等 |  |
| 干式 非晶合金 配电变压器 | 额定容量为 30kVA-2,500kVA; 一次侧额定电压为 6kV-35kV; 二次侧额定电压为 0.4kV | 非晶合金铁芯可大幅降低空载损耗，空载损耗比普通的硅钢型变压器低 75%，具备损耗低，发热低，温升低，运行性能稳定的特点，节能效果显著。该产品仅有极低的局部放电量，可控制在 5PC 以下。环氧浇注体具有致密的固化结构，能承受突发短路电动力作用而无损伤，具备较高的机械强度，阻燃、防爆、环保。用于发电厂（站）、变电所（变电站）、工业、商业、建筑、交通等 |  |

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

产品结构向中高档升级，2021 年中高档占比 64%。公司以新能效标准《GB20052-2020 电力变压器能效限定值及能效等级》为准，公司生产的损耗值所对应的产品型号 13 及其以上的油浸式变压器、损耗值所对应的产品型号 12 及其以上的干式变压器等属于“中高档”产品。

图14: 产品涵盖干式、湿式变压器两大类 (单位: 万)

图15: 中高档变压器 2021 年占比 64% (单位: 万)




数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

(2) 高低压成套开关设备

科润生产的高低压成套开关设备主要使用在配电环节。高低压成套开关设备是一种将开关元器件、继电保护装置及结构件等连接装配在金属外壳内,对线路进行控制和保护的集成式电器设备,相当于电力系统中的神经节点和通道闸门,是用户接收、分配电能的核心设备。根据电压等级可分为高压成套开关设备和低压成套开关设备两种。前者额定电压等级为 3.6kV 以上,后者为 1kV 以下。

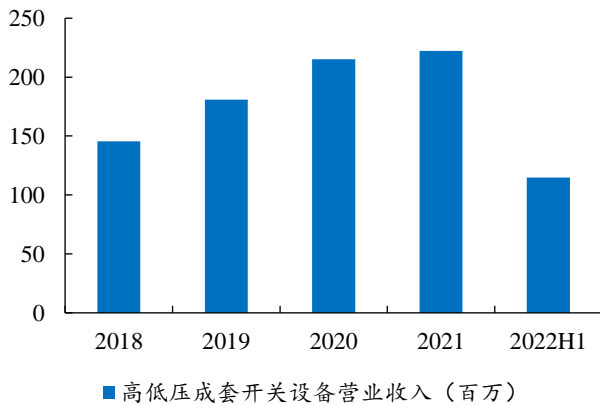
表10: 高低压成套开关设备产品主要应用于配电环节

| 产品类型 | 性能指标范围 | 应用场景 | 产品示例 |
|----------|---|---|---|
| 高压成套开关设备 | 额定电压: 3.6kV-40.5kV; 1min 工频耐受电压: 42kV-95kV; 雷电冲击耐受电压: 75kV-118kV; 额定电流: 630A-5,000A; 额定短时 (4s) 耐受电流: 20kA-50kA (有效值); 50kA-120kA (峰值) 额定受电电流范围: 630A-5,000A | 主要用于输配电线路和工矿企业等用户高压侧的控制和保护,公司生产的高压成套开关设备包括 KYN 系列、KRC-GIS 系列、XGN 系列、HXGN 系列 |  |
| 低压成套开关设备 | 额定电压: 1kV 以下; 1min 工频耐受电压: 2.5kV; 额定短时耐受电流: 100kA/4s; 额定电流范围: 630A-6,300A; 受电电流范围: 630A-6,300A | 主要用于输配电线路和工矿企业等用户的低压侧的电能分配,公司生产的低压成套开关设备包括 MLS-V 系列、MdmaxST 系列、MNS 系列、GCS 系列、GCK 系列、GGD 系列等 |  |

资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

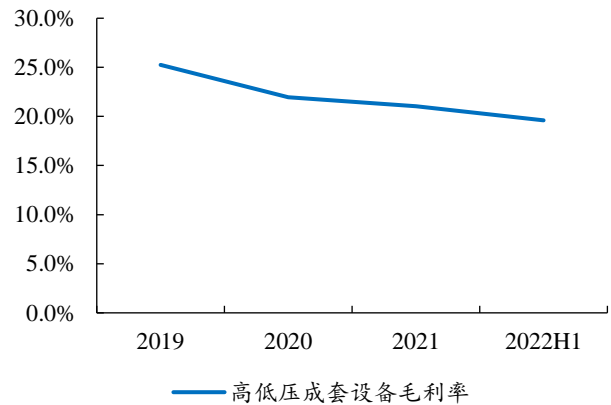
成套开关设备营业收入各期保持增长,2022H1 同比增长 22.88%。2020 年起营收分别为 2.15 亿、2.22 亿与 1.15 亿。毛利率因原材料成本上涨而下滑。

图16: 开关设备营收持续增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2022H1 成套开关设备毛利率为 19.58%






数据来源: Wind、开源证券研究所

(3) 户外成套设备

户外成套设备是变压器、高低压成套开关设备等的高度集成产品。该产品主要应用于户外，具有一定的智能性和集成性，产品主要包括箱式变电站、预制舱式移动变电站、智能储能集装箱等。

表11: 传统户外成套设备产品为箱式变电站，高档产品含储能集装箱、风光变电站等

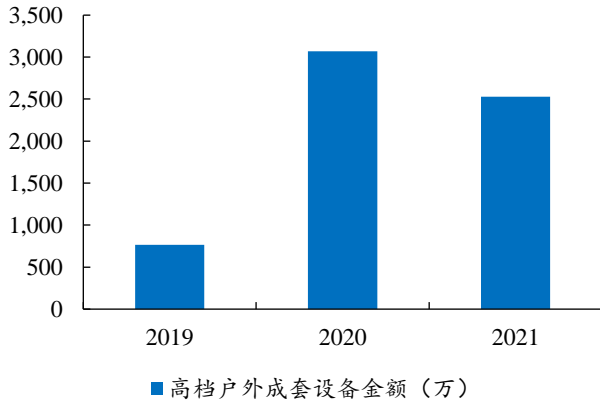
| 主要产品 | 功能介绍 | 产品示例 |
|-----------|---|---|
| 箱式变电站 | 该产品由高低压成套开关设备、变压器、电能计量装置和功率因数无功补偿装置等部分组成一体的成套电力设备，适用于电力系统的供配电领域。公司生产的箱式变电站包括美式系列变电站、欧式系列变电站、华式系列变电站等产品 |  |
| 预制舱式移动变电站 | 该产品是集预制舱体、控制设备屏柜、高压柜、辅助设施于一体的电力配电设备。该设备在工厂内完成组装、配线、调试等工作，可整体运输至工程现场。预制舱及其内部各一、二次设备由厂家集成，实现工厂化加工，减少现场二次接线及设计、施工、调试等的工作量，简化检修维护工作，缩短建设周期，有效支撑了电网快速建设，具有标准化、模块化、预制化的特点 |  |
| 智能储能集装箱 | 该产品一般用于新能源（风力、光伏等）发电系统的储能供电系统及三相交流电网系统中的“削峰填谷、应急电源”，是一种柔性电力设备；可用于电能的储存与释放，并实现智能控制，是当今供配电系统的电力高端装备。产品制造精度高，变形小，箱体结构采用双层隔热工艺，配置智能强冷风循环系统和智能消防系统，实现对电池储能系统的远程智能控制 |  |

资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

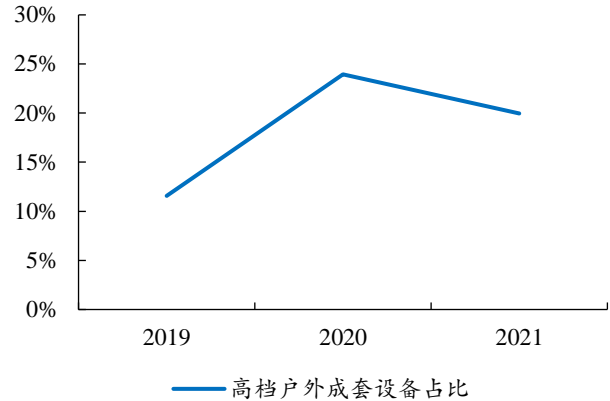
户外成套设备中智能储能集装箱占比逐渐提高。箱式变电站、预制舱式移动变电站是将变压器、高低压配电等功能组合在一个外壳内，可替代原有的土建配电房，适用于发电、工业及民用等领域。

高档户外成套设备主要为风、光领域相关产品，占比呈上升趋势，2021年占比约 20%。根据节能环保性、智能化水平、新能源定制化特征、应用领域等维度，利润将户外成套设备产品划分为“高档”、“中低档”两个标准。近年来开始着力布局户外成套设备领域，大力开拓分布式新能源发电的市场渠道，尤其是风力发电和光

伏发电市场，产品技术含量和生产工艺先进性较高。“高档户外成套设备”主要包括风力及光伏项目专用箱式变电站、预制舱式移动变电站、智能储能集装箱等产品；“中低档户外成套设备”主要包括各类传统的箱式变电站产品。

图18：2020年起高档户外成套设备开始实现规模营收


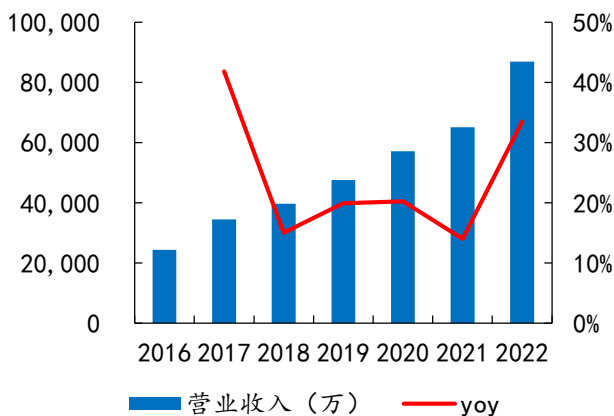
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：风光储相关高档户外成套设备占比呈上升趋势


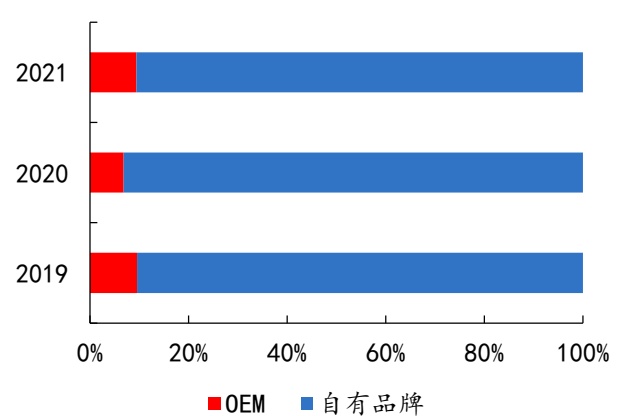
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、财务指标：近六年营收 CAGR 23.7%，2022 年恢复高增

科润智控营业收入 2016-2022 年 CAGR 达 23.7%，2021 年同比增长 14.0% 至 6.51 亿元，2021 年度持续着力开拓国家电网、南方电网及央企市场，销售市场布局迈向高端市场，销量进一步扩大，其中变压器收入增长 34.14%，占比达到 43%，高低压成套开关设备产品销售增长 3.33%，占比 34.8%，户外成套设备收入同比下降 1.08%，占比 19.9%。2022 年前三季度公司营业收入同比增长 46.8%，达到 6.07 亿元。

图20：2016年起营收持续增长，2022年恢复高增


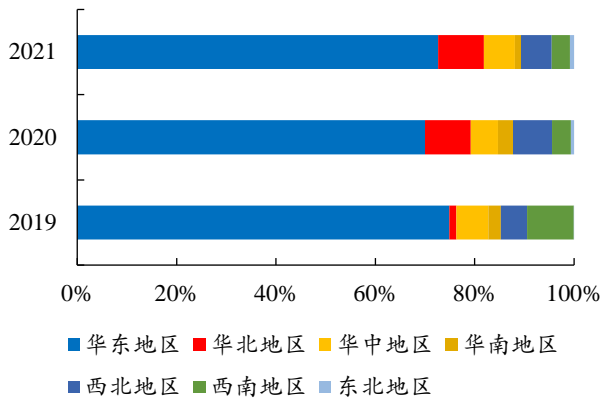
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：收入 90%以上来自自有品牌


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司收入区域性、季节性明显。主要集中在华东地区。下游客户每年资金支出、技术改造、设备大修主要集中在第二至第四季度，在年末完成施工。

图22: 收入 70%以上来自华东地区



数据来源: Wind、开源证券研究所

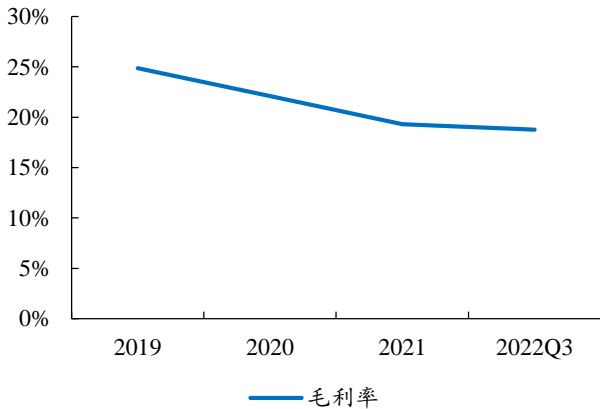
图23: 收入占比整体呈逐季增加的特征



数据来源: Wind、开源证券研究所

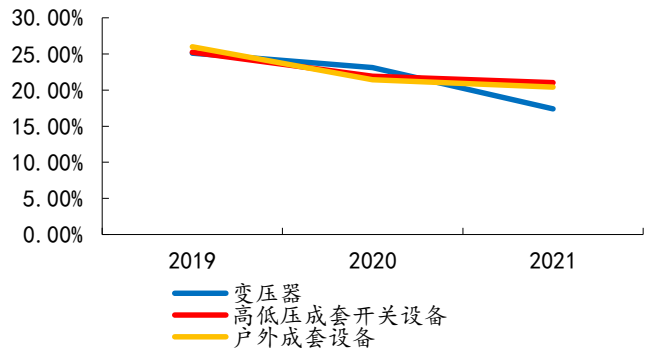
2019-2022Q3 的毛利率分别为 24.87%、22.11%、19.29%、18.77%，逐步企稳，铜、硅钢等主要原材料价格同比增速较大。各细分产品毛利率基本保持一致

图24: 毛利率逐步企稳



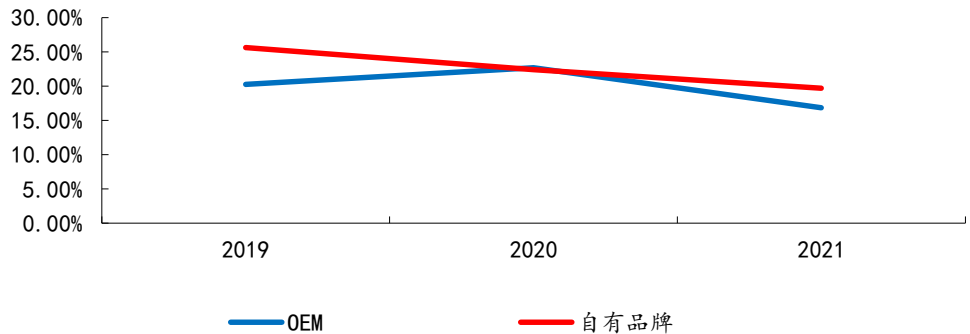
数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 各产品毛利率基本一致



数据来源: Wind、开源证券研究所

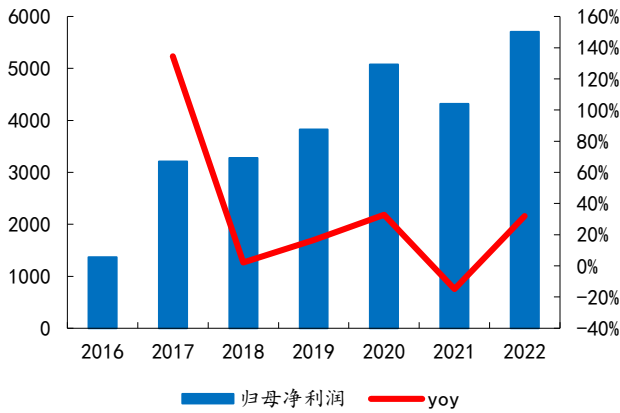
图26: 自有品牌拉动毛利率维持较高位置



数据来源: Wind、开源证券研究所

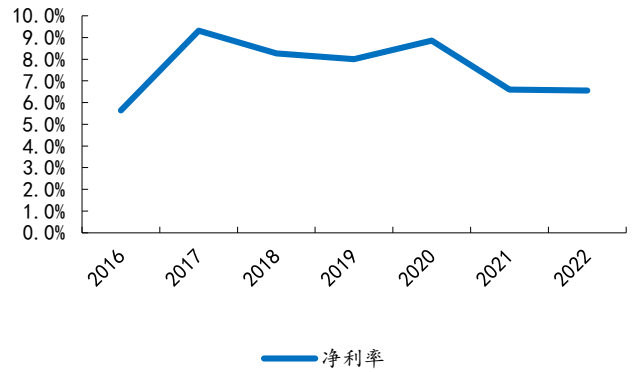
2016-2022 年归母净利润快速增长，CAGR 达 25.9%。2022Q3 大幅增长 160% 至 3096 万元，全年实现 5702 万，净利率 6.56%。

图27：2022 年归母净利润增速达 32%（单位：万）



数据来源：Wind、开源证券研究所

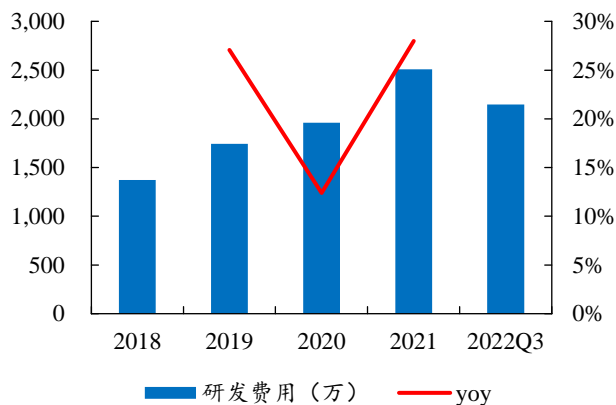
图28：净利率逐渐企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

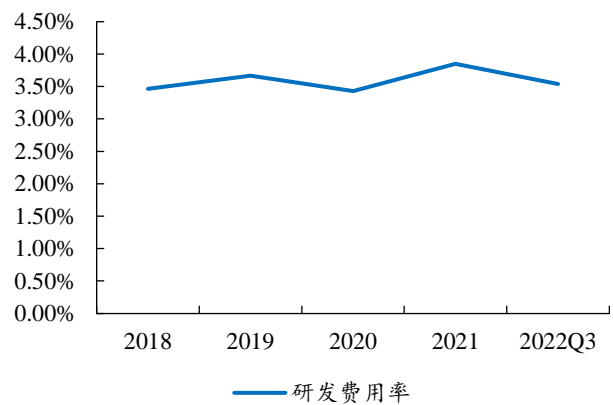
2021 年研发费用同比增长 28%，2022Q3 研发费用率已达近年平均水平。

图29：研发费用 2021 年同比增长 28%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2022Q3 研发费用率 3.54%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、同行对比：当前规模较小但成长性突出

目前我国输配电及控制设备生产企业较多，该领域已形成完全市场化的竞争格局。从经营规模及技术水平来看，国内输配电及控制设备领域竞争企业大致可分为国际知名企业、国内规模企业以及国内小型厂家三个层次。

表12：国内规模企业突围输配电电力市场

| 层次等级 | 企业特点 | 代表企业 |
|--------|--|---|
| 国际知名企业 | 大部分为世界 500 强企业，技术雄厚、产品类型较为丰富且产品质量较高，在我国占据高端市场的主导地位 | 美国 GE 公司、瑞士 ABB 公司、德国西门子、法国施耐德、日本东芝等大型外资跨国企业 |
| 国内规模企业 | 在国家战略支持下，以高压、超高压产品为特色，凭借较为先进的技术制造与制造装备，在我国高压设备市场占据明显优势，大部分具有国有股东背景 | 保定天威保变电气股份有限公司、中国西电电气股份有限公司、特变电工股份有限公司等高压设备制造企业 |
| | 在不断提高研发和制造水平的基础上，凭借较好的成本优势和服务 | 特锐德、北京科锐、金盘科技、扬电科技、瑞恩 |

| 层次等级 | 企业特点 | 代表企业 |
|--------|--|-----------------------|
| | 优势，从所在区域的中低端客户市场做起，逐步成为具有质量、技术、渠道和规模优势的区域性龙头企业 | 电气、科润智控等较大规模中低压设备制造企业 |
| 国内小型厂家 | 企业规模小，资金实力、生产技术落后，以制造通用产品或仿制市场主流产品为主，主要面向低端市场 | 该类企业数量较多，国内超过千家 |

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

在中低压设备制造企业中选取干式变压器行业龙头金盘科技、客户结构相似的大型变压器企业扬电科技与中国最大户外箱式电力产品系统集成商特锐德为标的公司，但科润智控与其产品和技术路线存在差异，因此具备参考价值但不完全可比。

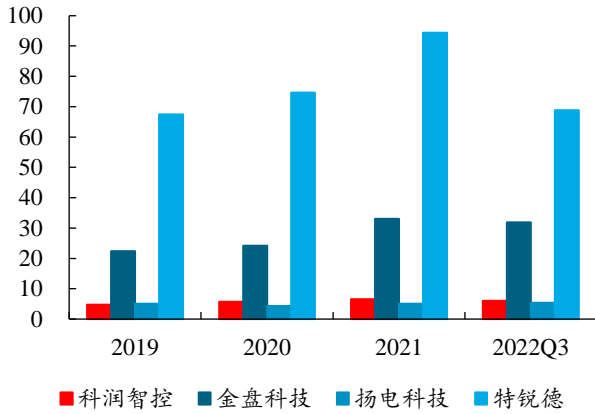
表13：金盘科技为干式变压器龙头，扬电科技终端客户主要同为国家电网，特锐德为国内最大箱变企业

| 公司名称 | 行业地位 | 市场份额 | 客户资源 |
|------|---|---|---|
| 金盘科技 | 是全球干式变压器行业优势企业之一，主要面向中高端市场，多年以来产品性能、质量和定制化能力均获得主要客户的认可 | 在新能源/风能领域，2019年金盘科技风电干式变压器的全球市场占有率约16.9%；在高端装备-轨道交通领域，2019年、2020年我国城市轨道交通供电系统变压器/整流器招投标项目中，金盘科技的中标金额均排名第2；在节能环保-高效节能领域，2019年金盘科技移相整流变压器的国内市场占有率约8.09% | 金盘科技已与通用电气（GE）、西门子（SIEMENS）、维斯塔斯（VESTAS）、东芝三菱电机、施耐德（Schneider）等国际知名企业，以及中国铁路工程集团、中国铁道建筑集团、中国移动、国家电网、南方电网、上海电气等大型国有控股企业建立了长期的客户合作关系 |
| 扬电科技 | 国内较早从事节能电力变压器的民营企业之一，对非晶材料在节能电力变压器领域的应用有着丰富经验，拥有涵盖从材料运用到产品制造的整条产业链，在节能输变电领域具有较高的知名度和竞争优势 | 节能电力变压器产品的市场占有率可按照终端客户统计的销售数量除以公开数据统计的电网公司节能电力变压器招投标数量进行估算。2017年至2019年，扬电科技电力变压器产品的市场占有率分别7.48%、6.70%及10.05% | 扬电科技作为专业的节能电力变压器生产厂商，经营模式主要以向国家电网与南方电网的中标企业销售节能电力变压器系列产品，其终端客户主要为国家电网与南方电网 |
| 特锐德 | 中国最大的户外箱式电力产品系统集成商、电力系统集成解决方案的领军者、中国最大的箱变研发生产企业，电力产品技术标准的制定者和参与者。特锐德凭借在户外箱式电力行业领先的市场地位成为工信部第一批制造业单项冠军培育企业，也是国内目前唯一参与了国网第三代智能站标准规范编写的模块化预制舱厂 | 特锐德目前已成为中国最大的户外箱式电力产品系统集成商、中国最大的箱变研发生产企业、中国规模最大的汽车充电网运营公司；特锐德凭借领先的技术创新能力和强大的综合实力，已先后承担了多项国家级和省市级项目，其中高端箱变产品已经取得了中国铁路市场占有率第一、局部电力市场第一的行业地位 | 2020年，在电力行业，特锐德中标广东电网项目、国网新疆项目，首次中标南方电网项目；在轨交行业，成功中标中老铁路、重庆市郊铁路江跳线，青岛地铁4号线等项目；在石油石化市场，中标海南炼化项目；在海外市场，先后中标瑞士ABB俄罗斯项目、科特迪瓦电网225kV车载移动式变电站项目 |
| 科润智控 | 主要从事变压器、高低压成套设备、户外成套设备等输配电核心设备的研发、制造和销售。工信部第三批专精特新“小巨人”企业， | 根据前瞻产业研究院数据，2020年我国变压器产量为17.36亿kVA。公司2020年变压器自制产量为296.50万kVA，可推算当年公司变压器产品的全国市场占有率为0.17% | 专注于城乡电网工程、建筑交通配电行业、工业电气控制自动化领域，形成了以两网及其下属相关公司、电力施工企业、各类工业企业、终端商业用户为主的客户群体 |

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

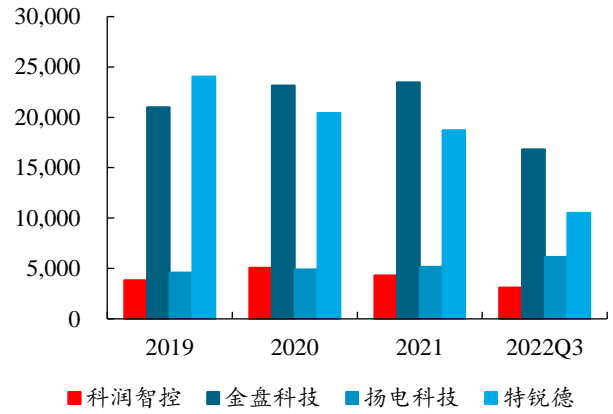
规模端：与行业龙头金盘科技及特锐德在规模与体量上存在差距。2022Q3金盘科技、扬电科技、特锐德营收分别为31.87亿、5.40亿与68.84亿；归母净利润分别为1.68亿、6148万与1.05亿。

图31：行业龙头金盘科技与特锐德存在规模优势



数据来源：Wind、开源证券研究所

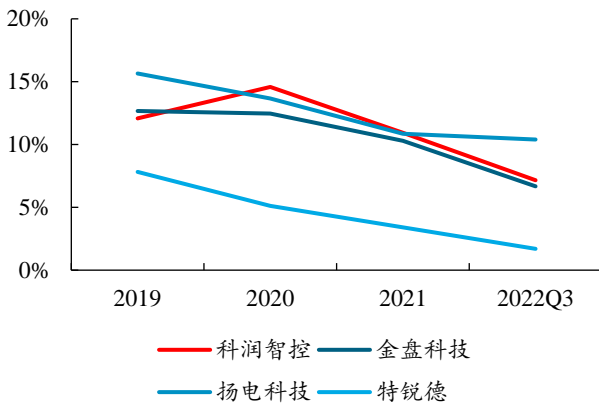
图32：归母净利润与营收趋势不存在明显差异



数据来源：Wind、开源证券研究所

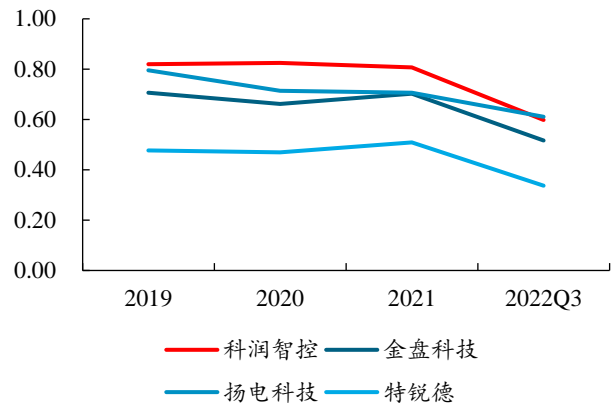
资产收益端：科润智控 ROE 与周转率占优。2019-2022Q3 ROE 分别为 12.07%、14.59%、10.93% 与 7.16%；总资产周转率分别为 0.82、0.83、0.81 与 0.60，位居行业前列。

图33：ROE 位于行业前列



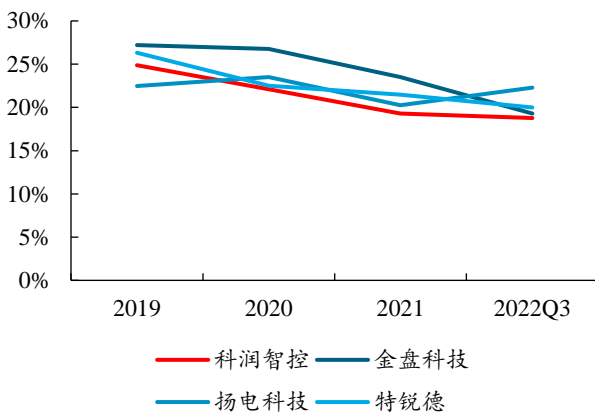
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：受益高资产周转率



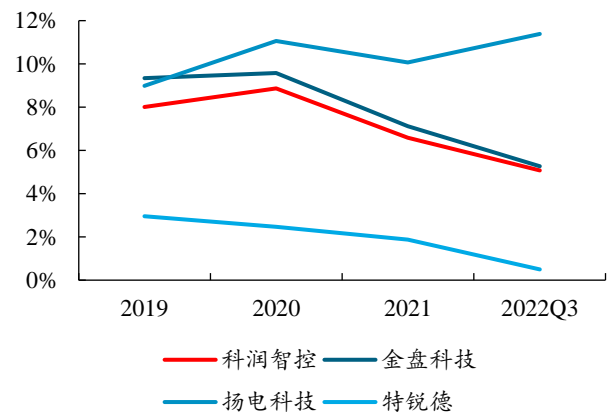
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2022Q3 毛利率 18.77%，与行业趋势相同



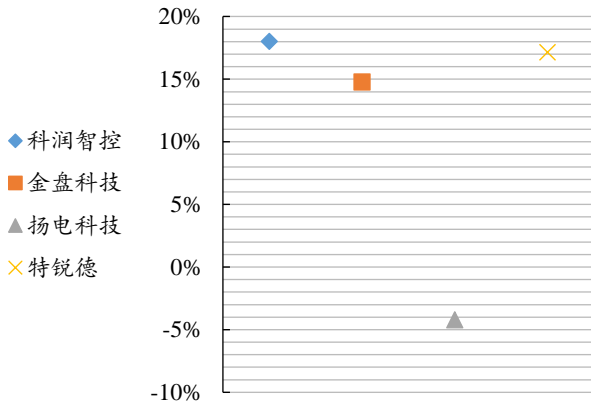
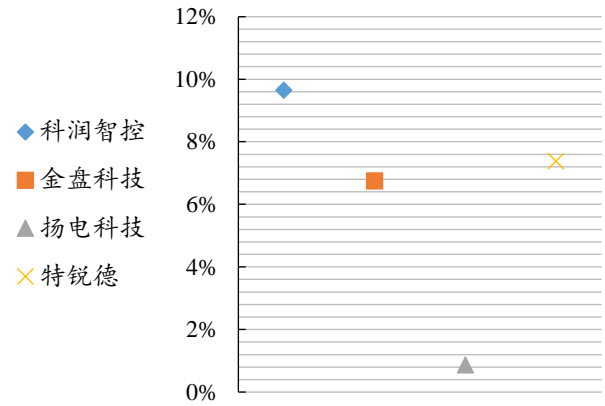
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2022Q3 净利率 5.08%，与多数公司变动一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

成长性:可比公司中排名第一。2018-2021 年营收 CAGR 18.01%,3 年利润 CAGR 9.64%。

图37: 科润智控 3 年营收 CAGR 18.01%

图38: 科润智控 3 年利润 CAGR 9.64%


数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设: 营收增长超 30%，毛利率、净利率指标恢复至 20%、7%

我们认为科润智控深耕电力设备行业，从传统高低压成套开关设备到变压器的经验积累，逐步拓展应用于储能、分布式新能源等领域。行业高成长红利叠加公司在变压器领域积累的如五大发电集团与三大运营商的优质客户资源，同时技改、募投、对外投资等积极动作铸就公司营收 2023 年、2024 年继续增长约 40%、30%。盈利能力方面，受益规模效应、疫情减退与上游原材料价格企稳趋势，有助于公司毛利率、净利率逐步向上恢复至约 20%、7% 水平。

4.2、估值对比: 预计 2023 年 PE 11.1X，可比均值 41.5X

我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 0.57/0.85/1.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.32/0.48/0.63 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 16.5/11.1/8.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。可比公司 PE 2023E 均值 41.5X，公司估值水平较可比公司低。

表14: 可比公司盈利预测与估值

| 公司名称 | 股票代码 | 最新收盘价(元/股) | 最新总市值(亿) | EPS | | | | PE | | | |
|------|--------|------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 金盘科技 | 688676 | 38.66 | 165.09 | 0.57 | 0.66 | 1.16 | 1.85 | 59.2 | 54.5 | 33.3 | 20.9 |
| 特锐德 | 300001 | 16.95 | 176.40 | 0.18 | 0.22 | 0.34 | 0.50 | 138.3 | 77.2 | 49.6 | 33.9 |
| 扬电科技 | 301012 | 40.00 | 33.60 | 0.70 | - | - | - | 82.5 | - | - | - |
| 均值 | | | | 0.48 | 0.44 | 0.75 | 1.85 | 93.3 | 65.9 | 41.5 | 27.4 |
| 科润智控 | 834062 | 5.28 | 9.46 | 0.24 | 0.32 | 0.48 | 0.63 | 21.9 | 16.5 | 11.1 | 8.4 |

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 可比公司盈利预测均来自于 Wind 一致预测, 收盘日为 230313)

5、风险提示

竞争加剧风险、下游需求不及预期风险、应收账款坏账风险

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 596 | 630 | 815 | 1066 | 1234 |
| 现金 | 114 | 131 | 174 | 248 | 323 |
| 应收票据及应收账款 | 242 | 287 | 357 | 470 | 508 |
| 其他应收款 | 4 | 4 | 7 | 9 | 12 |
| 预付账款 | 5 | 8 | 10 | 16 | 17 |
| 存货 | 127 | 127 | 183 | 214 | 253 |
| 其他流动资产 | 103 | 73 | 85 | 109 | 122 |
| 非流动资产 | 166 | 220 | 261 | 326 | 387 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 85 | 89 | 133 | 194 | 251 |
| 无形资产 | 31 | 30 | 34 | 38 | 42 |
| 其他非流动资产 | 50 | 101 | 93 | 94 | 95 |
| 资产总计 | 762 | 851 | 1076 | 1392 | 1622 |
| 流动负债 | 349 | 373 | 543 | 776 | 896 |
| 短期借款 | 95 | 81 | 192 | 326 | 405 |
| 应付票据及应付账款 | 199 | 226 | 301 | 395 | 433 |
| 其他流动负债 | 56 | 66 | 50 | 54 | 58 |
| 非流动负债 | 40 | 61 | 59 | 58 | 54 |
| 长期借款 | 9 | 37 | 33 | 32 | 29 |
| 其他非流动负债 | 30 | 25 | 26 | 25 | 26 |
| 负债合计 | 389 | 434 | 603 | 833 | 951 |
| 少数股东权益 | -0 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 股本 | 141 | 141 | 141 | 141 | 141 |
| 资本公积 | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| 留存收益 | 140 | 183 | 240 | 326 | 438 |
| 归属母公司股东权益 | 374 | 417 | 474 | 559 | 672 |
| 负债和股东权益 | 762 | 851 | 1076 | 1392 | 1622 |

| 现金流量表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 80 | 11 | 10 | 33 | 95 |
| 净利润 | 51 | 43 | 57 | 85 | 113 |
| 折旧摊销 | 10 | 12 | 11 | 16 | 22 |
| 财务费用 | 4 | 3 | 6 | 10 | 13 |
| 投资损失 | -0 | 6 | 1 | 2 | 2 |
| 营运资金变动 | 12 | -59 | -61 | -73 | -44 |
| 其他经营现金流 | 3 | 6 | -4 | -7 | -10 |
| 投资活动现金流 | -101 | -46 | -53 | -83 | -85 |
| 资本支出 | 72 | 70 | 51 | 82 | 83 |
| 长期投资 | -39 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 10 | 5 | -1 | -2 | -2 |
| 筹资活动现金流 | 24 | 32 | -26 | -9 | -15 |
| 短期借款 | 27 | -14 | 111 | 134 | 79 |
| 长期借款 | 9 | 28 | -4 | -1 | -4 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -12 | 19 | -133 | -143 | -90 |
| 现金净增加额 | 3 | -3 | -68 | -60 | -4 |

| 利润表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 571 | 651 | 869 | 1240 | 1613 |
| 营业成本 | 445 | 526 | 698 | 992 | 1284 |
| 营业税金及附加 | 3 | 3 | 5 | 6 | 8 |
| 营业费用 | 16 | 18 | 30 | 37 | 48 |
| 管理费用 | 27 | 32 | 39 | 56 | 73 |
| 研发费用 | 20 | 25 | 30 | 43 | 56 |
| 财务费用 | 4 | 3 | 6 | 10 | 13 |
| 资产减值损失 | -2 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 7 | 13 | 9 | 9 | 9 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | -6 | -1 | -2 | -2 |
| 资产处置收益 | -0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 58 | 47 | 66 | 96 | 127 |
| 营业外收入 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 58 | 47 | 65 | 96 | 127 |
| 所得税 | 7 | 4 | 7 | 11 | 14 |
| 净利润 | 51 | 43 | 57 | 85 | 113 |
| 少数股东损益 | -0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 51 | 43 | 57 | 85 | 113 |
| EBITDA | 70 | 61 | 79 | 120 | 159 |
| EPS(元) | 0.28 | 0.24 | 0.32 | 0.48 | 0.63 |

| 主要财务比率 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 20.2 | 14.0 | 33.4 | 42.7 | 30.1 |
| 营业利润(%) | 35.6 | -19.0 | 39.2 | 46.4 | 32.1 |
| 归属于母公司净利润(%) | 32.8 | -14.9 | 32.3 | 49.0 | 32.2 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 22.1 | 19.3 | 19.7 | 20.0 | 20.4 |
| 净利率(%) | 8.9 | 6.6 | 6.6 | 6.9 | 7.0 |
| ROE(%) | 13.6 | 10.3 | 12.1 | 15.2 | 16.8 |
| ROIC(%) | 14.9 | 10.3 | 11.2 | 13.5 | 15.3 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 51.0 | 51.1 | 56.0 | 59.9 | 58.6 |
| 净负债比率(%) | 5.6 | 8.8 | 17.9 | 26.0 | 22.0 |
| 流动比率 | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 1.4 |
| 速动比率 | 1.3 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| 应收账款周转率 | 2.4 | 2.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付账款周转率 | 3.7 | 4.1 | 10.0 | 0.0 | 0.0 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.28 | 0.24 | 0.32 | 0.48 | 0.63 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.45 | 0.06 | 0.06 | 0.18 | 0.53 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.09 | 2.33 | 2.65 | 3.12 | 3.75 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 18.6 | 21.9 | 16.5 | 11.1 | 8.4 |
| P/B | 2.5 | 2.3 | 2.0 | 1.7 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 10.4 | 12.6 | 10.3 | 7.3 | 5.5 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|----------------|-------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20% 以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5% 以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn