

安科瑞 (300286.SZ)

持有(首次评级)

 当前价格: 37.35 元
 目标价格: 42.52 元

能耗管控需求提升, 掘金微电网蓝海

投资要点:

► **营收和利润规模持续增长, 2022年受到疫情扰动。**2022年, 公司实现营业收入10.19亿元, 同比+0.16%; 同期归母净利润1.71亿元, 同比+0.31%。先前公司增速较快, 2018-2021年间公司营收CAGR=30.46%, 归母净利润CAGR=20.57%, 而2022年业绩增长较小的原因主要是: (1) 公司总部位于上海, 生产基地位于江苏江阴, 主要客户位于华东(2022年华东销售占比45.15%, 同比下降12.31pct), 受到Q2上海疫情的较大影响, 同时受国内整体形势影响, 多地项目暂缓或停工, 对业务推广产生较大阻力; (2) 房地产行业政策调整使得公司原有销售收入占比较高的下游客户受到影响。

► **电力供应偏紧, 企业微电网需求有望逐步提升。**2021H2开始, 我国部分地区出现电力紧张的情况, 尤其是2022年夏季极端天气影响下, 以四川为代表的部分省份出现拉闸限电, 对企业用户的生产安排造成了一定的影响。电规总院认为, 新能源尚不具备提供与煤电相当的保障能力, 全国电力供应保障压力依然较大。我们认为在此背景下, 企业将偏向降低对大电网的依赖度, 提升电力供给可控程度, 从而带动企业能耗管控和微电网建设的需求。

► **10亿元投资产业园, 微电网业务再加码。**2022年9月, 公司与江苏江阴临港经济开发区管理委员会签订《投资协议书》, 公司拟在江阴临港经济开发区内投资建设智能微电网产业园项目, 项目分两期建设, 一期拟征地117亩, 总投资10亿元, 其中固定资产投资约7亿元, 建筑面积约15万平方米, 达产后预计实现年产值15亿元; 二期项目预留征地120亩。目前, 公司已完成项目公司设立, 微电网产品产能持续扩张将为公司提供充足的发展动能。

► **盈利预测与投资建议:** 公司为企业微电网提供能效管理和用电安全解决方案, 在能耗双控、工商业用电价格提升的大背景下, 微电网产品渗透率有望快速提升, 同时公司产品和商业模式快速迭代升级, 投资建设微电网产业园, 产能持续扩张。我们预测2023-2025年公司营业收入分别为15.58、22.40、30.20亿元, 归母净利润分别为2.61、3.71、5.10亿元, 对应PE分别为30.75、21.63、15.71倍, 目标价42.52元(2023年35x)。首次覆盖, 给予公司“持有”评级。

► **风险提示:** 未来业绩增长不及预期对估值溢价可能造成负面影响的风险; 政策不及预期的风险; 产能提升不及预期的风险; 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	215/175
总市值/流通市值(百万元)	8020/6523
每股净资产(元)	5.14
资产负债率(%)	27.25
一年内最高/最低(元)	45.77/16.34

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 汪磊
 执业证书编号: S0210523030001
 邮箱: wl30040@hfzq.com.cn

研究助理 陈若西
 邮箱: crx30052@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,017	1,019	1,558	2,240	3,020
增长率	41%	0%	53%	44%	35%
净利润(百万元)	170	171	261	371	510
增长率	40%	0%	53%	42%	38%
EPS(元/股)	0.79	0.79	1.21	1.73	2.38
市盈率(P/E)	47.16	47.01	30.75	21.63	15.71
市净率(P/B)	8.19	6.99	5.93	4.80	3.79

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键变量

公司拟投资建设智能微电网产业园项目，企业能耗管理潜在市场规模巨大，假设 2023-2025 年收入增速分别为 55.00%、45.00%、35.00%。公司产品正处于升级过程中，未来将迭代到 EMS3.0 产品，假设毛利率随产品升级提升，分别为 47.00%、47.50%、48.00%。

我们区别于市场的观点

市场认为公司很难与许继电气等二次设备龙头企业竞争，我们认为公司与其细分竞争领域不同，许继电气、国电南瑞等主要面向大电网提供设备和软件，公司主要定位于工商企业的微电网市场，且能够提供完整的解决方案。工商企业能耗管理为蓝海市场，市场潜在规模巨大，集中度低。公司微电网产品能够帮助工商企业解决用能中的核心痛点，产品渗透率有望快速提升，带动公司业绩高增。

股价上涨的催化因素

工商业用电价格提升，将提高企业用电成本，催生能效管理产品需求；虚拟电厂发展快于预期。

估值和目标价格

预测 2023-2025 年公司营业收入分别为 15.58、22.40、30.20 亿元，归母净利润分别为 2.61、3.71、5.10 亿元，对应 PE 分别为 30.75、21.63、15.71 倍，目标价 42.52 元（2023 年 35x）。我们选取国电南瑞、许继电气、苏文电能作为可比公司，三家公司 2023-2025 平均 PE 分别为 21.89、17.05、13.64 倍，低于公司估值。可比公司与公司的主要区别在于，国电南瑞、许继电气客户主要为电网体系内，竞争较为充分，苏文电能主要面向工商业客户，但主要产品为工程服务，与公司模式不同。而公司主要面向工商业企业提供产品，市场集中度低，公司产品渗透率正处于快速提升阶段，公司业绩有望实现更快增长，因此我们认为应当给予公司更高估值。

投资风险

未来业绩增长不及预期对估值溢价可能造成负面影响的风险；政策不及预期的风险；产能提升不及预期的风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

正文目录

1	微电网领军企业，产品持续迭代升级	4
1.1	微电网高新技术企业，形成完整产品生态体系	4
1.2	产品生态完善，逐步迭代升级	5
1.3	盈利能力较强，2022 年受到疫情扰动	7
2	微电网潜在市场空间巨大，公司具备较强竞争力	9
2.1	企业节能降耗大势所趋，多方因素提升企业改造意愿	9
2.2	市场空间巨大，投资加码微电网	11
3	投资建议：给予公司“持有”评级	14
4	风险提示	15

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司股权结构（截至 2022 年报）	4
图表 3：公司产品生态架构图	5
图表 4：公司产品迭代过程	6
图表 5：2018-2022 公司营收结构	7
图表 6：2018-2022 公司营业收入	7
图表 7：2018-2022 公司归母净利润	7
图表 8：2018-2022 公司毛利率和净利率	8
图表 9：2018-2022 公司期间费用率	8
图表 10：2018-2022 公司研发费用情况	9
图表 11：2018-2022 公司资产负债率	9
图表 12：2018-2022 公司现金流情况	9
图表 13：《完善能源消费强度和总量双控制度方案》分阶段目标要求	10
图表 14：《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》主要内容	10
图表 15：我国 2020-2024E 用电量	11
图表 16：2016-2022 我国分布式光伏新增装机（GW）	11
图表 17：微电网市场空间测算	11
图表 18：工业企业主要用电需求	12
图表 19：公司产品系统功能模块图	13
图表 20：安科瑞营业收入预测（亿元）	14
图表 21：可比公司情况	15
图表 22：财务预测摘要	16

1 微电网领军企业，产品持续迭代升级

1.1 微电网高新技术企业，形成完整产品生态体系

安科瑞电气股份有限公司于 2003 年成立，早年定位用电自动化领域，从事用户端智能电力仪表的研发、生产与销售，主要产品为电力监控仪表、电能管理仪表、电气安全仪表及与之配套使用的电力传感器。2012 年公司在创业板上市。2016 年公司开始向综合服务商转型，目前定位为为企业微电网能效管理和用能安全提供解决方案的高新技术企业和软件企业，主要产品包括企业微电网产品和系统、电量传感器等，形成了从云平台到传感器的完整产品生态体系，累计为 1.4 万余企业配套系统解决方案。

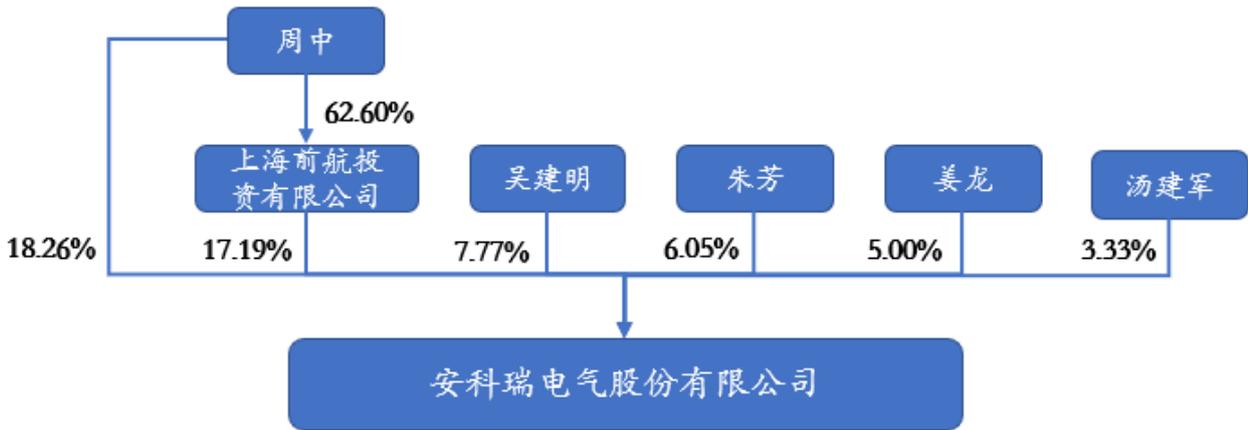
图表 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司实控人为董事长兼总经理周中。公司第一大股东为董事长兼总经理周中，直接持股 18.26%，同时其持有第二大股东上海前航投资有限公司 62.60%股权，合计持有公司 29.02%股权。截至 2022 年报，公司前十大股东持股比例为 65.54%，股权结构清晰。

图表 2：公司股权结构（截至 2022 年报）

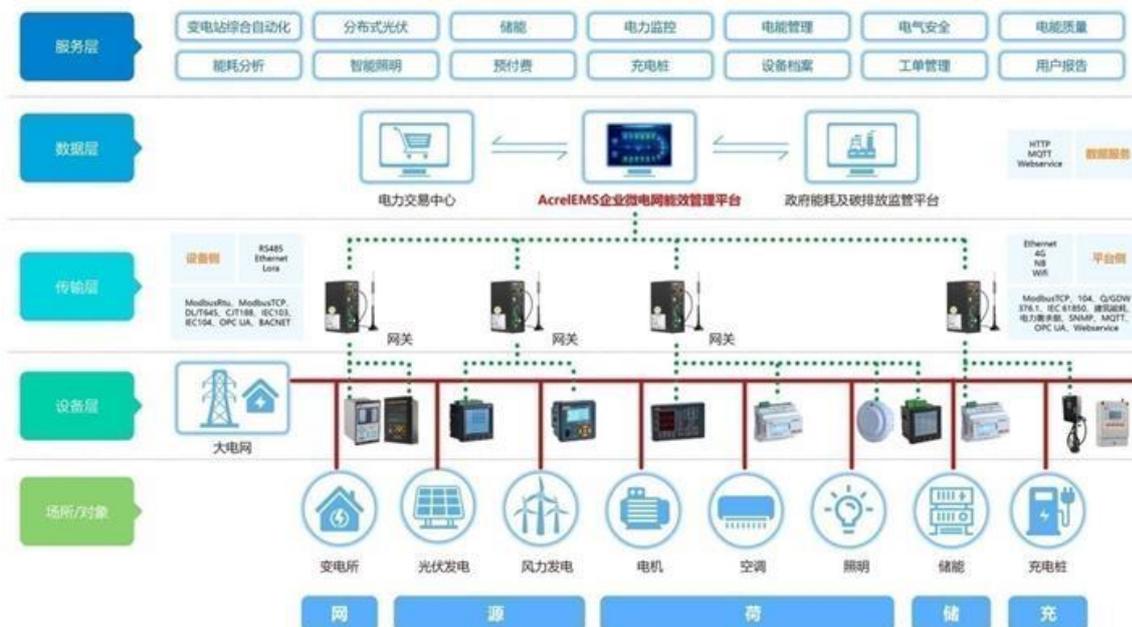


数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 产品生态完善，逐步迭代升级

产品生态体系完善。当前公司产品主要包括企业微电网能效管理系统及产品和电量传感器等，从电量传感器、电力测控与保护装置到边缘计算网关、云平台，形成了“云-边-端”完整的产品生态体系。当前，公司主推 AcreIEMS 能效管理平台（EMS 2.0），通过在“源网荷储充”各个节点安装监测分析、保护控制装置，将边缘计算网关采集数据上传至平台，平台根据电网价格、用电负荷、电网调度指令等，调整各系统控制策略，使企业内部电力系统稳定运行、提升效率，降低企业用电成本。

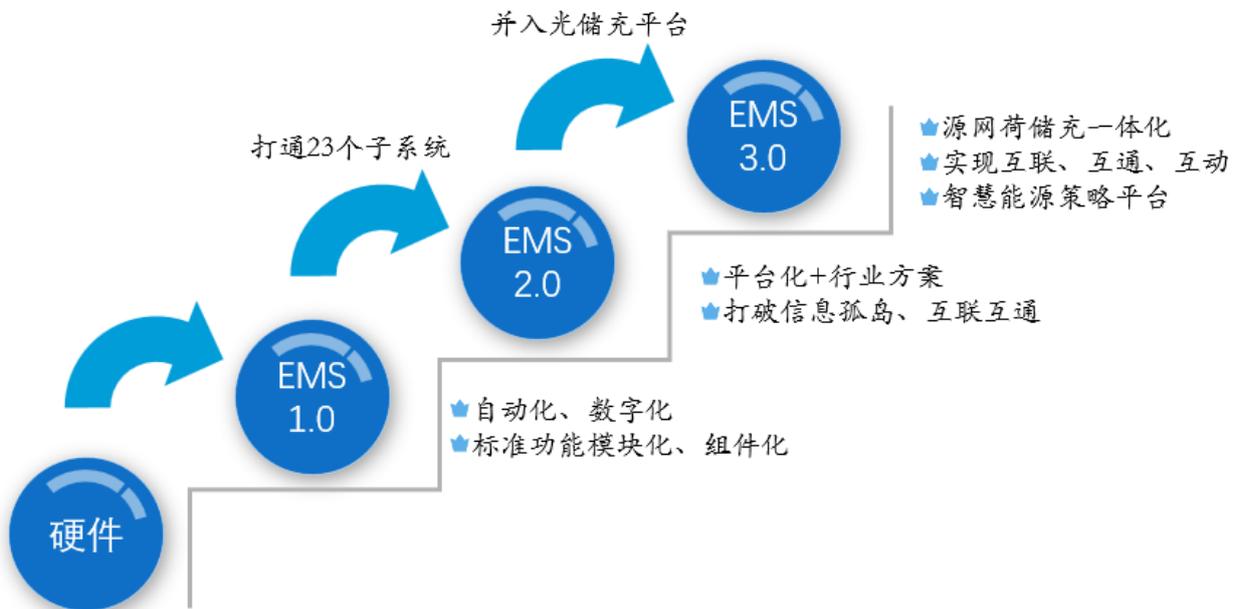
图表 3：公司产品生态架构图



数据来源：公司公告，华福证券研究所

EMS 产品实现平台化，向源网荷储充一体化进发。公司 EMS 产品迭代到 2.0 版本，相比 EMS1.0，EMS2.0 实现了平台化，打通各个子系统模块实现整合，并且针对数据中心、医院、学校等十余个应用场景推出行业解决方案。目前，公司正处于 EMS 产品由 2.0 发展到 3.0 的过程中，EMS3.0 将在 EMS2.0 基础上并入光储充平台，实现源网荷储充一体化柔性控制。截至 2022 年底，EMS 3.0 已完成产品研发架构，功能正在逐步完善，尚未正式落地。

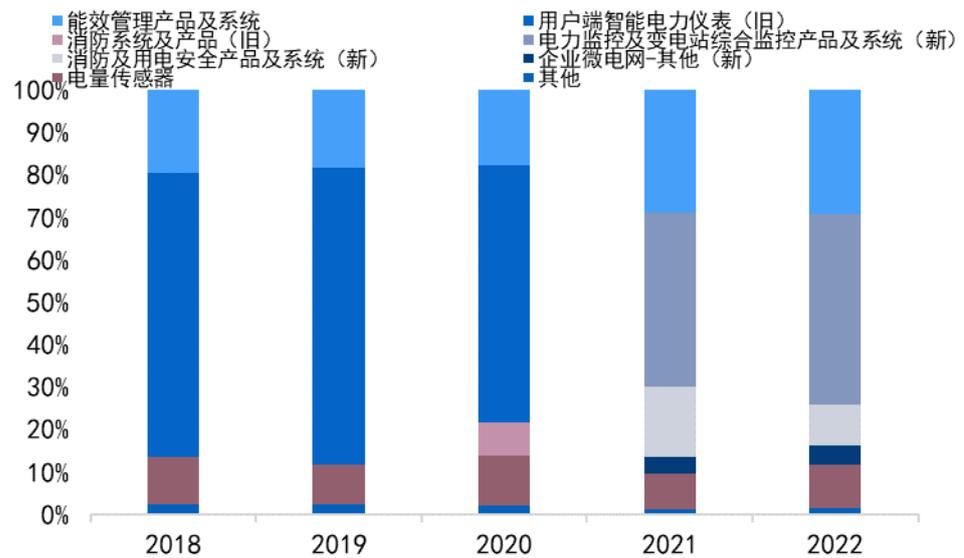
图表 4：公司产品迭代过程



数据来源：公司公告，华福证券研究所

能效管理产品及系统收入占比不断提升。2021 年以前，用户端智能电力仪表为公司主要收入来源。2021 年后，公司主营业务重新分类，2022 年企业微电网产品和系统占公司营业收入 88.35%，其中电力监控及变电站综合监控产品及系统为第一大收入来源，收入占比 44.94%；其次为能效管理系统及产品，收入占比不断提升，从 2018 年的 19.68%提升到 2022 年的 29.19%。

图表 5: 2018-2022 公司营收结构

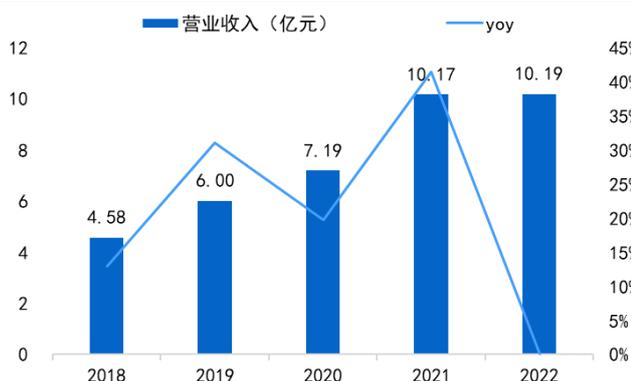


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

1.3 盈利能力较强, 2022 年受到疫情扰动

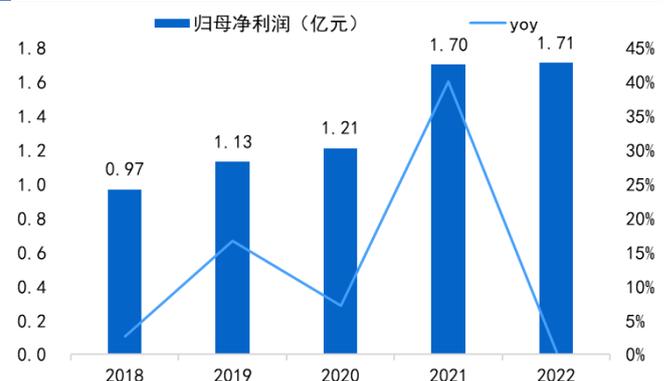
营收和利润规模持续增长, 2022 年受到疫情扰动。2022 年, 公司实现营业收入 10.19 亿元, 同比+0.16%; 同期归母净利润 1.71 亿元, 同比+0.31%。先前公司增速较快, 2018-2021 年间公司营收 CAGR=30.46%, 归母净利润 CAGR=20.57%, 而 2022 年业绩增长较小的原因主要是: (1) 公司总部位于上海, 生产基地位于江苏江阴, 主要客户位于华东 (2022 年华东销售占比 45.15%, 同比下降 12.31pct), 受到 Q2 上海疫情的较大影响, 同时受国内整体形势影响, 多地项目暂缓或停工, 对业务推广产生较大阻力; (2) 房地产行业政策调整使得公司原有销售收入占比较高的下游客户受到影响。

图表 6: 2018-2022 公司营业收入



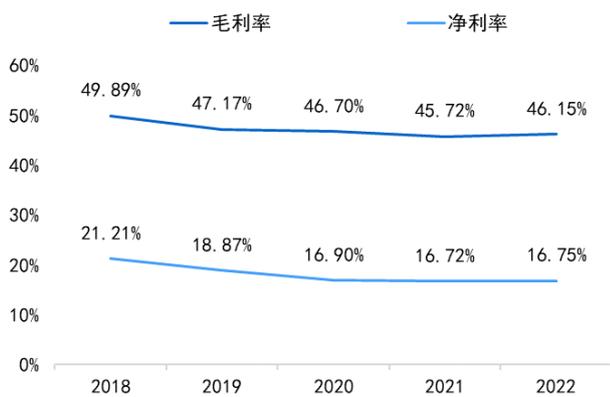
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 7: 2018-2022 公司归母净利润

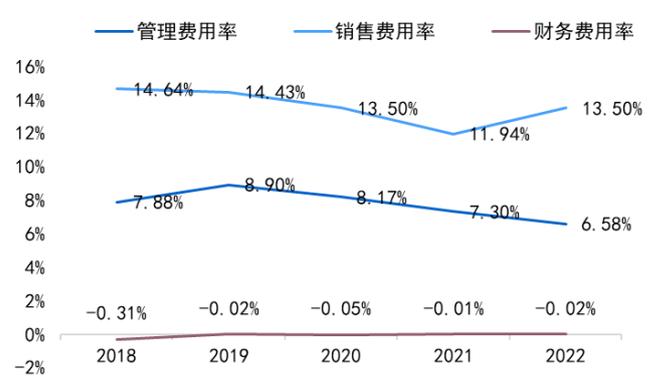


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

毛利率和费用控制相对稳定。公司毛利率较高且稳定，2018-2022 年间，毛利率稳定在 45%-50% 区间，2022 年毛利率为 46.15%，同比+0.43pct。净利率方面，公司连续 3 年净利率稳定，2020-2022 年净利率分别为 16.90%、16.72%、16.75%。期间费用方面，公司销售费用率相对较高，2022 年为 13.59%，同比+1.56%，公司积极加大销售力度，在国内多地设立办事处，增加直接面向总包方、设计院的机会。管理费用率整体呈下降趋势，2022 年为 6.58%，同比-0.72pct；财务费用率持续为负值。

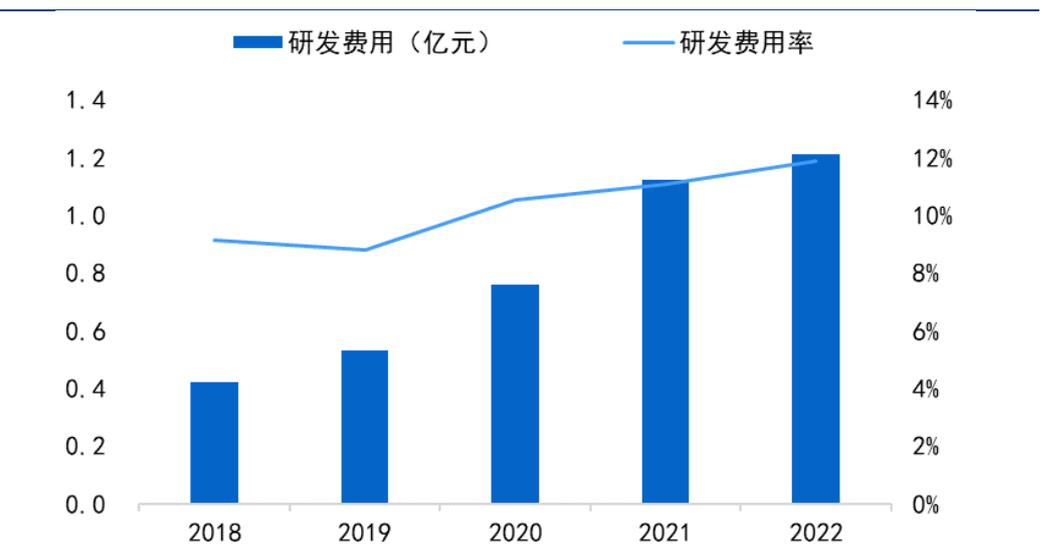
图表 8：2018-2022 公司毛利率和净利率


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 9：2018-2022 公司期间费用率


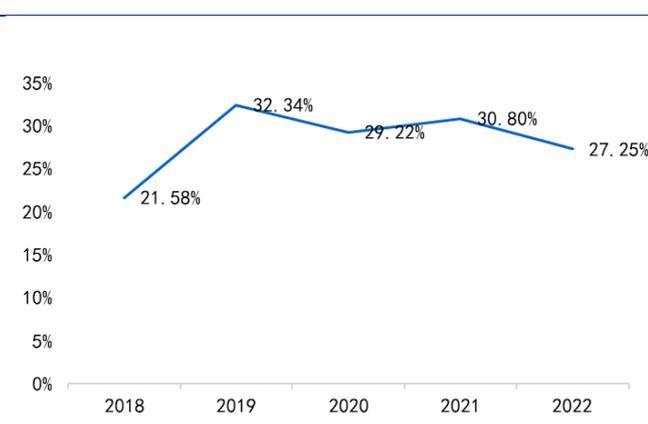
数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司研发费用持续上升，打造核心竞争力。2022 年公司研发费用为 1.21 亿元，同比增加 0.09 亿元；研发费用率为 11.89%，同比提升 0.83pct。在外界形势复杂多变的情况下，公司坚持加大研发投入，根据市场需求和行业动态积极研发新产品，打造公司核心竞争力。未来公司将继续加大研发投入，聚焦在电力电子、变电站综合自动化和数据中台方向，将软件产品标准化、组件化，硬件产品标准化、模块化，加大对行业解决方案的研发投入。

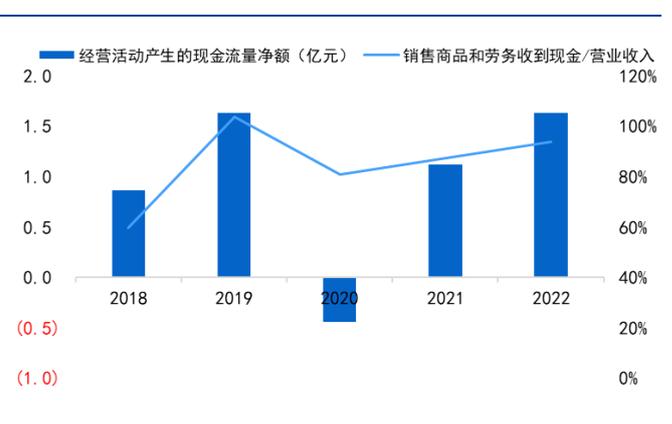
图表 10：2018-2022 公司研发费用情况


数据来源：公司公告，华福证券研究所

资产负债率较低，现金流情况良好。公司资产负债率长期保持在较低位置，2022 年资产负债率为 27.25%，同比-3.55pct。公司现金流情况健康，除 2020 年外近五年经营活动产生的现金流量净额均为正。同时公司销售商品和劳务收到现金/营业收入也保持在较高水平，2022 年这一指标为 93.82%，销售收入转化为现金的能力较强。

图表 11：2018-2022 公司资产负债率


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 12：2018-2022 公司现金流情况


数据来源：公司公告，华福证券研究所

2 微电网潜在市场空间巨大，公司具备较强竞争力

2.1 企业节能降耗大势所趋，多方因素提升企业改造意愿

“双碳”目标下，推进节能降耗大势所趋。《2030 年前碳达峰行动方案》提出，完善能耗双控制度，实行节能降碳增效行动，通过采取全面提升节能管理能力、实施节能降碳重点工程、推进重点用能设备节能增效、加强新型基础设施节能降碳等

举措降低能耗强度及能源消费总量。其中，实行能源消费强度和总量双控（“能耗双控”）制度是落实生态文明建设要求、促进节能降耗、推动高质量发展的一项重要制度性安排。2021年9月，国家发展改革委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，明确了能耗双控制度的总体安排、工作原则和任务举措，将进一步促进各地区各部门深入推进节能降耗工作，推动高质量发展和助力实现碳达峰、碳中和目标。

图表 13：《完善能源消费强度和总量双控制度方案》分阶段目标要求

阶段	时间	目标要求
第一阶段	2025 年	能耗双控制度更加健全，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高。
第二阶段	2030 年	能耗双控制度进一步完善，能耗强度继续大幅下降，能源消费总量得到合理控制，能源结构更加优化。
第三阶段	2035 年	能源资源优化配置、全面节约制度更加成熟和定型，有力支撑碳排放达峰后稳中有降目标实现。

数据来源：国家发改委，华福证券研究所

电力市场化改革提高企业用能成本，节能降耗改造意愿提升。2021年7月，国家发改委发布《关于进一步完善分时电价机制的通知》，要求完善峰谷电价机制，科学划分峰谷时段，合理确定峰谷电价价差，上年或当年预计最大系统峰谷差率超过40%的地方，峰谷电价价差原则上不低于4:1；其他地方原则上不低于3:1。2021年10月，国家发改委出台《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，提出“扩大上下浮动原则上均不超过20%，高耗能行业市场交易电价不受上浮20%限制”，一是扩大上下浮动限制，上游煤价的变化将更大幅度地传递给用电企业；二是高耗能企业不受浮动上限限制，一旦用电紧张或煤价走高，高耗能企业用电成本会大幅增长，从而倒逼高耗能企业进行节能降耗改造。同时，政策还提出取消工商业目录销售电价，推动工商业用户都进入市场，对工商企业而言，长期执行的固定电价模式完全改变，市场化交易取而代之，这就对企业的用能成本管理提出了巨大的挑战，同时也催生能效管理的需求。

图表 14：《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》主要内容

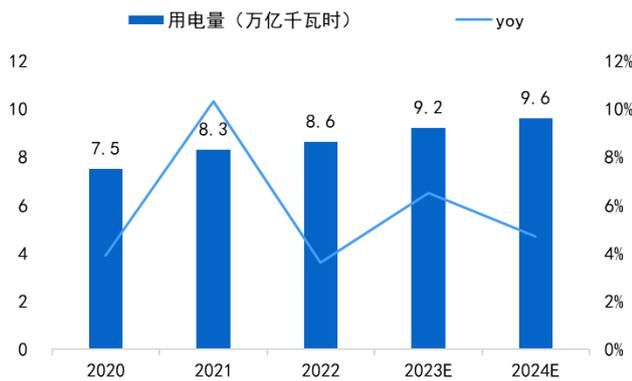
重点事项	主要内容
有序放开全部燃煤发电电量上网电价	燃煤发电电量原则上全部进入电力市场，通过市场交易在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价。现行燃煤发电基准价继续作为新能源发电等价格形成的挂钩基准。
扩大市场交易电价上下浮动范围	将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，扩大为上下浮动原则上均不超过20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮20%限制。电力现货价格不受上述幅度限制。
推动工商业用户都进入市场	各地要有序推动工商业用户全部进入电力市场，按照市场价格购电，取消工商业目录销售电价。目前尚未进入市场的用户，10千伏及以上的用户要全部进入，其他用户也要尽快进入。
保持居民、农业用电价格稳定	居民（含执行居民电价的学校、社会福利机构、社区服务中心等公益性事业用户）、农业用电由电网企业保障供应，执行现行目录销售电价政策。各地要优先将

低价电源用于保障居民、农业用电。

数据来源：国家发改委，华福证券研究所

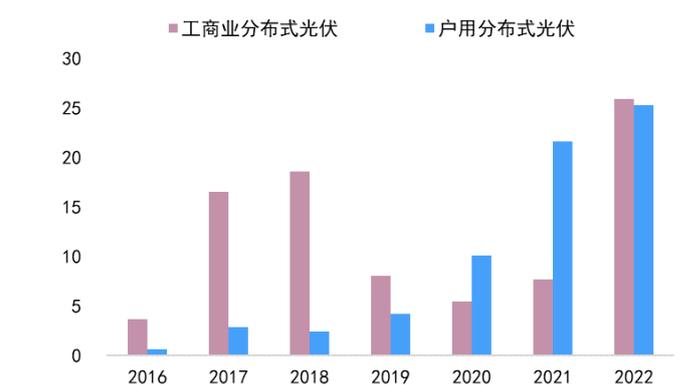
电力供应偏紧，企业微电网需求有望逐步提升。2021H2 开始，我国部分地区出现电力紧张的情况，尤其是 2022 年夏季极端天气影响下，以四川为代表的部分省份出现拉闸限电，对企业用户的生产安排造成了一定的影响。根据电规总院预测，十四五剩余期间全社会用电量将保持年均 5%左右增长，到 2024 用电量达到 9.6 万亿千瓦时。电规总院认为，新能源尚不具备提供与煤电相当的保障能力，全国电力供应保障压力依然较大。我们认为在此背景下，企业将偏向降低对大电网的依赖度，提升电力供给可控程度，从而带动企业能耗管控和微电网建设的需求。我国工商业分布式光伏的快速增加，正是这种需求的体现。

图表 15：我国 2020-2024E 用电量



数据来源：电规总院，国家能源局，华福证券研究所

图表 16：2016-2022 我国分布式光伏新增装机 (GW)



数据来源：国家能源局，中国光伏行业协会，华福证券研究所

2.2 市场空间巨大，投资加码微电网

微电网理论市场空间在千亿级别。高压工商业是公司的主要目标客户，根据国家电网统计，10kV 及以上供电电压等级的工商业用户有 200 万户以上。假设公司微电网系统价格为 40 万元/套，当微电网系统渗透率达到 100%时，理论存量市场改造空间在 8000 亿元。若微网系统渗透率为 50%，则市场规模为 4000 亿元。该市场较为分散、标准化程度低，目前尚无全国性龙头企业。

图表 17：微电网市场空间测算

10kV 以上用户数量 (万个)	200						
微电网系统价格 (万元/套)	40						
微电网系统渗透率	10%	20%	30%	40%	50%	70%	100%
市场规模 (亿元)	800	1600	2400	3200	4000	5600	8000

数据来源：公司微信公众平台，华福证券研究所

高电压等级客户主要需求包括可靠用电、节约用电、智能用电等。根据工信部发布的《工业领域电力需求侧管理工作指南》，工业领域电力需求侧管理主要包括：(1) 可靠用电，包括提高供配电系统可靠性、提高用能设备设施可靠性、管理电能质量等措施；(2) 节约用电；(3) 电力需求响应；(4) 绿色用电；(5) 环保用电；(6) 智能用电，包括实现电力智能化运维、智能分析与策略管理、电能供需耦合等。同时，发改委在《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》中提出，各地要有序推动工商业用户全部进入电力市场，10千伏及以上的用户要全部进入，其他用户也要尽快进入。因此，10kV 及以上用户对于电力交易及用电成本管理，有着更为迫切的需求。

图表 18：工业企业主要用电需求



数据来源：工信部，华福证券研究所

公司现已形成了“云-边-端”完整的产品生态体系，有效解决客户痛点。企业微电网能效管理系统及产品包括变电站综合自动化系统、能效管理系统、电气消防

及用电安全系统等多个子系统及相应配套所需的端设备（用户端智能电力仪表、边缘计算网关等）。同时，公司将各个功能模块化推出整合平台，并基于大量的服务案例分析，目前已完成 18 个行业解决方案的适配开发。公司产品功能模块涵盖能源供应、能源管理、设备管理、能耗分析、环保监测等方面，能够有效解决客户可靠用电、节约用电、环保用电等痛点。

图表 19：公司产品系统功能模块图



数据来源：公司公告，华福证券研究所

10 亿元投资产业园，微电网业务再加码。2022 年 9 月，公司与江苏江阴临港经济开发区管理委员会签订《投资协议书》，公司拟在江阴临港经济开发区内投资建设智能微电网产业园项目，项目分两期建设，一期拟征地 117 亩，总投资 10 亿元，其中固定资产投资约 7 亿元，建筑面积约 15 万平方米，达产后预计实现年产值 15 亿元；二期项目预留征地 120 亩。产业园主要产品包括电力监控系统及产品、电能管理系统及产品、电气安全系统及产品、电量传感器等。目前，公司已完成项目公司设立，微电网产品产能持续扩张将为公司提供充足的发展动能。

设立合资公司拓展虚拟电厂生态圈。公司与自然人毕博共同出资设立江苏安科瑞电能服务股份有限公司，注册资本为 3000 万元人民币，其中公司以自有资金出资 2850 万元人民币，占 95% 股权。公司投资设立控股子公司，旨在培育企业虚拟电厂产业生态，实现企业“源网荷储充”一体化，解决有序用电、调频调峰、需求

侧相应、绿色消纳和碳交易，打通与大电网的界限，完善产业布局。公司作为微电网能效管理供应商，具备大量工商企业客户资源及用电数据资源，随着微电网产品用户不断增加，公司布局虚拟电厂业务水到渠成。

3 投资建议：给予公司“持有”评级

核心假设：基于公司历史业绩、产能规划，及行业发展，我们对公司业务做出如下假设：

企业微电网产品和系统：公司拟投资建设智能微电网产业园项目，一期项目达产后预计实现年产值 15 亿元。企业能耗管理潜在市场规模巨大，电力交易市场化建设推进、分布式光伏和储能的增加将催生企业产生微电网产品需求，假设 2023-2025 年收入增速分别为 55.00%、45.00%、35.00%。公司产品正处于升级过程中，未来将迭代到 EMS3.0 产品，假设毛利率随产品升级提升，分别为 47.00%、47.50%、48.00%。

电量传感器：假设 2023-2025 年收入增速分别为 40.68%、35.00%、35.00%，毛利率稳定为 45.00%。

期间费用率：假设 2023-2025 年管理费用率随公司规模扩张下降，分别为 6.50%、6.40%、6.20%；市场教育成本逐渐降低，假设销售费用率分别为 13.50%、13.00%、12.50%；研发费用率保持为 11.50%。

图表 20：安科瑞营业收入预测（亿元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
企业微电网产品和系统	9.19	9.00	13.95	20.23	27.31
yoy	48.47%	-2.07%	55.00%	45.00%	35.00%
毛利率	48.20%	46.87%	47.00%	47.50%	48.00%
电量传感器	0.88	1.06	1.49	2.01	2.72
yoy	3.53%	20.45%	40.68%	35.00%	35.00%
毛利率	47.20%	45.56%	45.00%	45.00%	45.00%
其他业务	0.10	0.13	0.15	0.17	0.19
yoy	-28.57%	30.00%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率	35.20%	35.50%	35.00%	35.00%	35.00%
总营业收入	10.17	10.19	15.58	22.40	30.20
yoy	41.45%	0.20%	53.00%	43.76%	34.81%
毛利率	45.72%	46.15%	46.69%	47.18%	47.65%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

我们选取国电南瑞、许继电气、苏文电能作为可比公司，三家公司 2023-2025 平均 PE 分别为 21.89、17.05、13.64 倍，低于公司估值。可比公司与公司的主要区别在于，国电南瑞、许继电气客户主要为电网体系内，竞争较为充分，苏文电能主要面向工商业客户，但主要产品为工程服务，与公司模式不同。而公司主要面向工商业企业提供产品，市场集中度低，公司产品渗透率正处于快速提升阶段，公司业绩有望实现更快增长，因此我们认为应当给予公司更高估值。

图表 21：可比公司情况

股票代码	简称	股价	EPS				PE			
			22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
600406.SH	国电南瑞	26.69	0.99	1.16	1.36	/	26.96	23.01	19.63	/
000400.SZ	许继电气	21.83	0.75	0.98	1.37	1.60	29.11	22.28	15.93	13.64
300982.SZ	苏文电能	57.89	1.82	2.84	3.71	/	31.81	20.38	15.60	/
	平均						29.29	21.89	17.05	13.64
300286.SZ	安科瑞	37.35	0.79	1.21	1.73	2.38	47.28	30.75	21.63	15.71

数据来源：Wind，华福证券研究所注：股价取自 2023 年 4 月 17 日，未覆盖的公司采用 Wind 一致预期

公司为企业微电网提供能效管理和用电安全解决方案，在能耗双控、工商业用电价格提升的大背景下，微电网产品渗透率有望快速提升，同时公司产品和商业模式快速迭代升级，投资建设微电网产业园，产能持续扩张。我们预测 2023-2025 年公司营业收入分别为 15.58、22.40、30.20 亿元，归母净利润分别为 2.61、3.71、5.10 亿元，对应 PE 分别为 30.75、21.63、15.71 倍，目标价 42.52 元（2023 年 35x）。首次覆盖，给予公司“持有”评级。

4 风险提示

未来业绩增长不及预期对估值溢价可能造成负面影响的风险：公司估值水平显著高于可比公司，主要系市场预期公司业绩增速更快，若业绩增长不及预期，将可能对公司估值溢价造成负面影响。

政策不及预期的风险：电价政策、能耗管控政策是能耗管理需求的重要驱动力，若未来政策执行力度不及预期，将减少对公司相应产品的需求。

产能提升不及预期的风险：公司建设微电网产业园，若产能无法按时释放，将可能对公司收入产生制约。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn