

2023年08月20日

# 业绩低于预期，毛利率大幅提升

## 安科瑞(300286)

评级:	买入	股票代码:	300286
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	46.65/20.23
目标价格:		总市值(亿)	61.30
最新收盘价:	28.55	自由流通市值(亿)	49.87
		自由流通股数(百万)	174.69

### 事件概述

2023年8月18日，公司发布2023年半年报，公司上半年实现收入5.38亿元，同比+8.89%；归属于上市公司股东的净利润1亿元，同比+5.26%；扣非后归母净利润0.88亿元，同比+1.51%。

### 分析判断：

#### ► 受宏观环境影响业绩低于我们预期

受宏观环境影响业绩低于预期，中长期需求无虞。23Q2公司实现收入3.08亿元，同比+7.25%；归母净利润0.59亿元，同比-8.25%；扣非后归母净利润0.51亿元，同比-10.86%。我们认为，公司上半年业绩低于预期或与项目开工率较低及宏观经济修复不及预期需求被暂时压制有关，根据公司年报中披露的项目备案以及新型电力系统长期趋势，我们认为市场中长期需求无虞。

能效管理系统稳定增长。分业务看，公司电力监控及变电站综合检测/能效管理/消防及用电安全/企业微电网-其他/电量传感器产品分别实现收2.32/1.68/0.51/0.26/0.55亿元，分别同比+8.03%/+13.28%/+6.28%/-6.41%/+13.8%，占总收入的比例分别为43%/31%/9%/5%/10%。分地区看，2023上半年华东地区营收占比达到50.94%，收入同比+11.69%，华北和华南同比-3.36%/-9.26%。

#### ► 毛利率提升显著，销售发力费用率大幅提升

2023上半年公司毛利率为48.29%，同比大幅提升2.16pct，各项分业务毛利率均大幅改善，我们认为随着公司产品从EMS1.0到EMS2.0的升级，公司整体毛利率有望进一步改善。H1销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为12.92%/6.01%/12.2%，同比分别+3.18pct/+1.81pct/-0.4pct，根据公司公告，销售费用的大幅增长主要系报告期内职工薪酬增加所致，我们认为，公司为推广EMS2.0在销售端持续发力，目前或主要体现合同层面，收入有望在未来持续转化。

#### ► 发布定增预案，巩固企业微电网优势地位

拟定增8亿元用于总部扩建及微电网产品技术研发改造。公司7月20日发布向特定对象发行A股股票预案，拟定增募资不超8亿元。其中，拟4.5亿元用于研发总部及企业微电网系统升级项目，具体项目拟新建一栋研发办公楼，购置先进研发及办公设备，以微电网能效管理为基础，围绕EMS3.0（安科瑞微电网智慧能源平台）系统升级，展开“企业微电网能效管理平台”、“企业微电网智慧能源平台”等平台开发。拟1.1亿元用于企业微电网产品技术改造项目，引入全自动装配线、加工中心、自动化检测线等先进生产等，进行智能生产线改造；并引进智能立体仓库设备，打造智能立体仓库。

### 投资建议

公司占据千亿级企业微电网赛道并建立了一定先发优势。根据公司公告我们下调了各项业务的增速并上调了销售费用率，将23-25年营业收入预测由15.13/20.81/27.16亿元下调至12.00/15.35/19.84亿元；将23-25年归母净利润预测由2.68/3.75/5.03亿元下调至2.07/2.70/3.67亿元，将23-25年每股收益（EPS）预测由1.25/1.75/2.34元下调至0.96/1.26/1.71元；对应2023年8月18日收盘价28.55元，PE分别为41/32/23倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

1) 市场份额被竞争对手挤压; 2) 新产品推广不及预期; 3) 新产品研发不及预期; 4) 分布式电源、用户侧电改不及预期; 5) 拟建项目、拟设子公司存在不确定性等; 6) 定增项目落地风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,017	1,019	1,200	1,535	1,984
YoY (%)	41.5%	0.2%	17.8%	27.9%	29.3%
归母净利润(百万元)	170	171	207	270	367
YoY (%)	40.0%	0.3%	21.3%	30.3%	36.2%
毛利率 (%)	45.7%	46.1%	46.0%	46.1%	47.0%
每股收益 (元)	0.84	0.82	0.96	1.26	1.71
ROE	17.4%	14.9%	15.3%	16.6%	18.5%
市盈率	47.57	48.73	41.46	31.82	23.36

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 刘泽晶

邮箱: liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话:

研究助理: 李杨玲

邮箱: liyl8@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,019	1,200	1,535	1,984	净利润	171	207	270	367
YoY (%)	0.2%	17.8%	27.9%	29.3%	折旧和摊销	28	87	68	57
营业成本	549	648	828	1,052	营运资金变动	-29	-20	-99	-134
营业税金及附加	9	11	14	18	经营活动现金流	163	262	223	270
销售费用	137	178	221	286	资本开支	-29	-31	-33	-33
管理费用	67	88	111	141	投资	2	0	0	0
财务费用	0	-40	-50	-63	投资活动现金流	-86	-19	-18	-14
研发费用	121	142	183	238	股权募资	32	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	10	12	15	20	筹资活动现金流	-11	0	0	0
营业利润	184	226	294	400	现金净流量	66	243	206	256
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	184	226	294	400	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	14	19	25	33	<b>成长能力</b>				
净利润	171	207	270	367	营业收入增长率	0.2%	17.8%	27.9%	29.3%
归属于母公司净利润	171	207	270	367	净利润增长率	0.3%	21.3%	30.3%	36.2%
YoY (%)	0.3%	21.3%	30.3%	36.2%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.82	0.96	1.26	1.71	毛利率	46.1%	46.0%	46.1%	47.0%
					净利率	16.7%	17.2%	17.6%	18.5%
					总资产收益率 ROA	10.8%	11.1%	11.8%	13.0%
					净资产收益率 ROE	14.9%	15.3%	16.6%	18.5%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	2.77	2.98	3.04	3.07
					速动比率	<b>2.24</b>	<b>2.43</b>	<b>2.48</b>	<b>2.53</b>
					现金比率	0.38	0.79	0.94	1.05
					资产负债率	27.2%	27.7%	28.7%	29.4%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	0.65	0.64	0.67	0.70
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.82	0.96	1.26	1.71
					每股净资产	5.34	6.31	7.56	9.27
					每股经营现金流	0.76	1.22	1.04	1.26
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					<b>估值分析</b>				
					PE	48.73	41.46	31.82	23.36
					PB	5.57	6.34	5.28	4.31

  

资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	162	406	611	868
预付款项	6	7	9	11
存货	218	275	347	439
其他流动资产	799	849	1,008	1,224
流动资产合计	1,184	1,536	1,975	2,542
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	222	169	137	119
无形资产	32	31	31	30
非流动资产合计	392	336	301	278
资产合计	1,577	1,872	2,276	2,820
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	291	351	447	566
其他流动负债	137	166	204	261
流动负债合计	428	516	650	827
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2
非流动负债合计	2	2	2	2
负债合计	430	518	653	829
股本	215	215	215	215
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,147	1,354	1,624	1,991
负债和股东权益合计	1,577	1,872	2,276	2,820

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。