

业绩逆势高增长，智慧环保业务加速上行

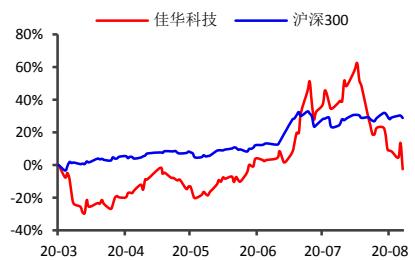
投资要点

- 业绩总结:** 2020H1，公司实现营业收入 2.9 亿元，同比增长 59.9%；归母净利润为 0.7 亿元，同比增长 245.1%；实现扣非净利润 0.6 亿元，同比增长 205.9%。
- 业绩逆势增长强劲，费用端控制效果显著。**2020 年上半年：1) 收入方面：公司整体战略再定位，深耕作为流量入口的智慧环保垂直赛道行业，结构调整和服务模式的转变带动营业收入大幅提高，同比增长 59.9%。其中，公司智慧环保和智慧城市业务分别实现收入 2.6 亿元和 0.2 亿元。2) 利润率方面：公司毛利率为 48.5%，同比增长 0.1pp；净利率为 24.1%，同比增长 12.8pp，公司盈利能力水平进一步提升。3) 费用方面：公司销售费用率为 5.5%，管理费用率为 9.1%，研发费用率为 7.7%，公司三项费用率与上一年同期相比均有大幅下滑，这也是导致公司净利率大幅增长的重要原因。
- 持续加大研发投入，智慧环保和智慧城市垂直化更进一级。**2020 年上半年，公司研发投入达 0.34 亿元，同比增长 77.2%。公司利用物联网大数据应用行业的积淀和技术积累，抓住新基建的政策良机，持续扩大研发投入，对公司未来市场拓展和业务发展形成有力保障。截至 2020H1，公司已获授权专利 79 项、软件著作权 305 项。2020H1 公司新增获授权专利 4 项、软件著作权 13 项。其中申请中的 1 项实用新型，标志着公司核心技术在智慧环保及智慧城市方面垂直化更深一步，进一步夯实了物联网应用的 PAAS 平台和 SAAS 化应用平台。
- 智慧环保业务受益于行业高景气。**2020H1，公司智能环保收入占比增至 90.6%，同比增长 25.9pp，可见该业务成公司业绩增长的重要驱动力。由于环保数据天然具有外延性，且环保问题的解决涉及到环保、住建、交通和环卫等多部门，故公司选择以智慧环保作为流量入口，而后逐步实现从智慧环保延伸至智慧城市的目标。智慧环保领域近来始终保持高增长，根据前瞻研究院数据，2010-2018 年智慧环保行业规模复合增速超 19%，其估算 2019 年增速将达 13.2%，公司有望持续受益于行业高景气。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 2.44 元、3.50 元、4.63 元，未来三年归母净利润复合增速将保持 40%。首次覆盖，给予“持有”评级。
- 风险提示:** 宏观经济下行导致物联网下游应用需求不达预期；物联网新技术研发及新产品开发风险；行业竞争加剧。

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.77
流通 A 股(亿股)	0.18
52 周内股价区间(元)	91.66-193.31
总市值(亿元)	88.01
总资产(亿元)	17.91
每股净资产(元)	17.87

相关研究

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	514.78	758.97	1011.29	1288.42
增长率	32.32%	47.44%	33.24%	27.40%
归属母公司净利润(百万元)	118.85	188.89	270.84	358.28
增长率	85.65%	58.93%	43.38%	32.29%
每股收益 EPS(元)	1.54	2.44	3.50	4.63
净资产收益率 ROE	24.66%	29.19%	30.77%	30.25%
PE	74	47	32	25
PB	18.28	13.61	10.00	7.43

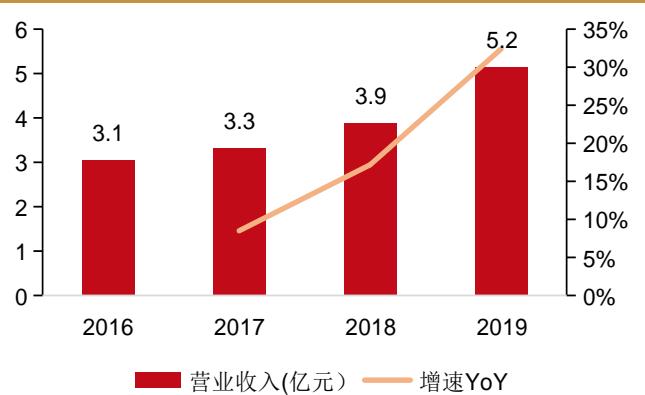
数据来源: Wind, 西南证券

1 智慧环保加速发力，驱动公司业绩高增长

佳华科技成立于 2007 年，是一家覆盖物联网全产业链的物联网大数据服务企业。公司聚焦物联网技术的研发与应用，深耕物联网应用领域十余年，积累了丰富的物联网解决方案项目经验。经过多年的发展，通过持续地研发投入和技术创新，目前公司拥有自主知识产权的智能传感器、云链数据库、物联网 IoT 平台及人工智能 AI 算法等核心技术。

营业收入和净利润稳步增长，智慧环保将成业绩增长重要驱动力。回顾过去几年公司的业绩情况，2016-2019 年，公司营业收入由 3.1 亿元增长至 5.2 亿元，复合增长率约为 19%；其中 2019 年同比增长 32.3%，主要因为公司智慧环保、智慧城市业务收入增长较快。同期间，公司归母净利润由 0.3 亿元增长至 1.2 亿元，复合增长率约为 60%，其中 2019 年同比增长 85.7%，净利润增速高于营收增速主要是因为智慧环保、智慧城市业务毛利率较综合毛利率高，且在总体收入中的比重有大幅增长。**2020 年上半年**，公司实现营业收入 2.9 亿元，较 2019H1 同期增长 59.9%；归母净利润为 0.7 亿元，同比增长 245.1%。上半年业绩高速增长主要是因为公司整体战略再定位，深耕作为流量入口的智慧环保垂直赛道，行业结构调整和服务模式的转变导致收入大幅提高。

图 1：公司近年营业收入及增速



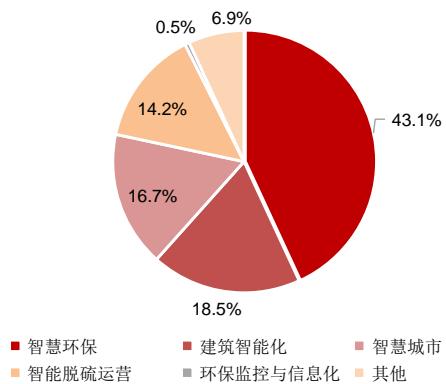
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司近年归母净利润及增速

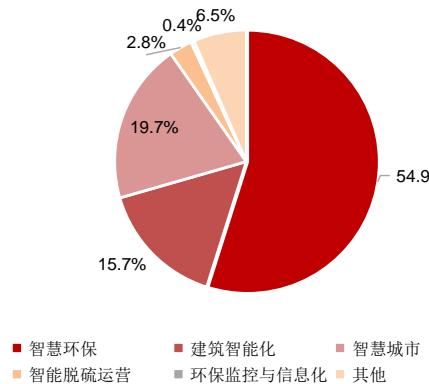


数据来源：Wind，西南证券整理

公司的主营业务包括建筑智能化、智能脱硫运营、智慧环保、智慧城市、环保监控与信息化。**1) 从营收结构来看**，2019 年，公司智慧环保业务实现收入 2.21 亿元，同比增长 113.4%，营业收入占比 43.1%，是公司收入的主要来源；建筑智能化业务收入为 0.95 亿元，同比下降 30.6%，营业收入占比为 18.5%；智慧城市业务收入为 0.86 亿元，同比增长 132.2%，营收占比为 16.7%；智能脱硫运营业务收入达 0.73 亿元，同比下降 7.8%，营收占比为 14.2%；环保监控与信息化和其他业务营收占比较小，分别为 0.5% 和 6.9%。**2020H1**，公司广义智慧环保业务（包括智慧环保、智能脱硫运营、环保监控与信息化）和广义智慧城市业务（包括 2 智慧城市和建筑智能化）分别实现收入 2.6 亿元和 0.2 亿元，收入占比分别为 90.6% 和 7.7%，其中广义智慧环保业务营收占比较 2019H1 同期增长 25.9pp，广义智慧城市业务营收占比同比下降 25.1pp。**2) 从毛利结构来看**，2019 年，公司主要业务中，智慧环保业务毛利率为 61.5%，毛利占比为 54.9%；建筑智能化业务毛利率为 40.9%，毛利占比为 15.7%；智慧城市毛利率约为 57%，毛利占比为 19.7%；智能脱硫运营业务毛利率为 9.6%，毛利占比为 2.8%；环保监控与信息化和其他业务毛利占比分别为 0.4%、6.5%。

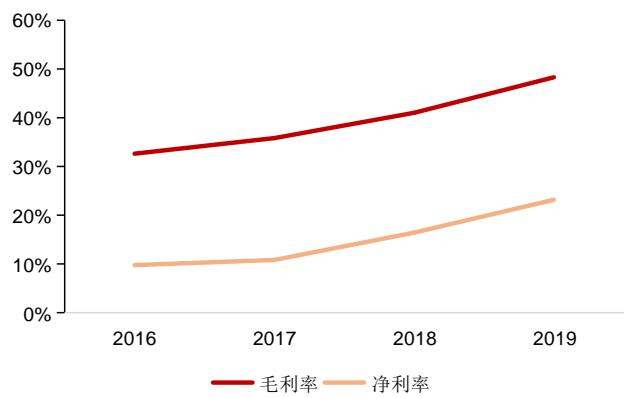
图 3: 公司 2019 年主营业务结构情况


数据来源: 同花顺, 西南证券整理

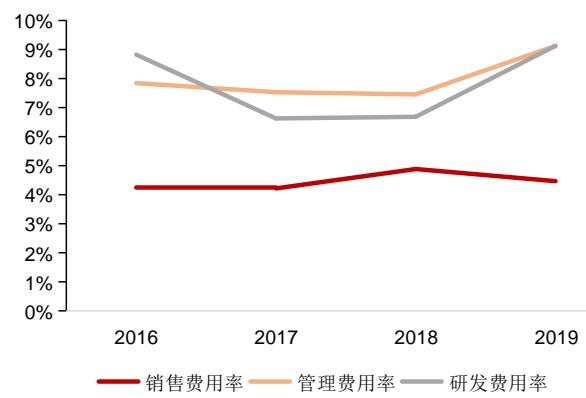
图 4: 公司 2019 年主营业务毛利占比


数据来源: 同花顺, 西南证券整理

得益于业务结构的不断优化, 公司盈利能力持续提升。1) 利润率方面: 2016-2019 年, 公司的毛利率和净利率稳步提升, 主要原因是随业务结构逐步优化, 毛利率较高的智慧环保、智慧城市业务占比提高。2019 年, 公司毛利率为 48%, 同比增加 7.3pp; 净利率为 23%, 同比增长 6.7pp。2020 年上半年, 公司毛利率为 48.5%, 同比增长 0.1pp; 净利率为 24.1%, 同比增长 12.8pp。2) 费用率方面: 2019 年, 公司销售费用率为 4.5%, 同比下降 0.42pp; 管理费用率为 9.1%, 同比增长 1.7pp, 主要由于确认管理人员股份支付所致; 研发费用率为 9.1%, 同比增长 2.4pp, 主要因为公司深入开展人工智能 AI 算法、云链数据库等研发, 增加研发人员所致。2020 年上半年, 公司销售费用率为 5.5%, 管理费用率为 9.1%, 研发费用率为 7.7%, 公司三项费用率较 2019H1 同期相比均有大幅下滑, 这也是导致公司净利率大幅增长的重要原因。

图 5: 公司毛利率和净利率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 公司费用率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：智慧环保：根据招股说明书，公司 2019 年度以来新签署或中标的千万以上的合同金额累计超过 5.4 亿元，其中智慧环保相关的合同达 3.2 亿元。我们预计，2019 年新增的智慧环保合同将大幅带动未来几年中智慧环保业务的增长，其中 2020 年受影响最为显著。考虑到公司广义智慧环保业务占比持增长状态，我们预计未来三年中公司智慧环保营收占比将持续增长。

假设 2：智慧城市：根据招股说明书，2019 年 11 月公司中标为期 1 年的智慧清徐建设及服务项目，金额达 0.45 亿元，该项目将大幅带动公司 2020 年的智慧城市业务收入的增长。此外，考虑到智慧城市是公司重点发展的业务板块，我们预计该业务将保持稳定增长。由于公司智慧环保业务加速放量，我们预计未来三年广义智慧城市业务收入占比将逐年收窄。

假设 3：毛利率：我们假设公司各项业务（除建筑智能化之外）的毛利率，基本保持和 2019 年相当的水平

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务营业收入如下：

表 1：公司分产品营收预测

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
智慧环保	收入	221.3	486.9	730.3	985.9
	增速	113.4%	120.0%	50.0%	35.0%
	毛利率	58.7%	59.0%	58.8%	58.5%
建筑智能化	收入	95.1	71.3	57.0	51.3
	增速	-30.6%	-25.0%	-20.0%	-10.0%
	毛利率	31.9%	36.0%	36.5%	36.5%
智慧城市	收入	85.8	111.6	136.2	163.4
	增速	132.2%	30.0%	22.0%	20.0%
	毛利率	52.0%	52.0%	52.2%	52.4%
智能脱硫运营	收入	73.1	70.9	70.9	70.9
	增速	-7.8%	-3.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	13.4%	13.5%	13.5%	13.5%
环保监控与信息化	收入	2.8	2.8	2.8	2.8
	增速	-71.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	33.6%	33.5%	33.5%	33.5%
其他主营业务	收入	35.3	14.1	12.7	12.7
	增速	68.2%	-60.0%	-10.0%	0.0%
	毛利率	57.8%	58.0%	58.0%	58.0%
其他业务	收入	1.4	1.4	1.4	1.4
	增速	7.4%	0.0	0.0	0.0

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	毛利率	-	-	-	-
	收入	514.8	759.0	1011.3	1288.4
	增速	32.3%	47.4%	33.2%	27.4%
	毛利率	48.3%	51.5%	53.5%	54.4%

数据来源: Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取了五家主流可比公司进行参考, 2019 年, 五家公司的平均 PE 为 42 倍, 2020 年平均 PE 为 62 倍。

预计 2020-2022 年公司的 EPS 分别为 2.44 元、3.50 元、4.63 元, 未来三年归母净利润的复合增长率将保持 40% 以上。由于我们长期看好公司智慧环保业务的前景和数据运营的优势, 考虑到科创板具有一定的估值溢价, 首次覆盖, 给予“持有”评级。

表 2: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300212	易华录	39.62	0.71	0.88	1.22	1.63	47.17	44.83	32.44	24.26
002368	太极股份	30.38	0.81	0.85	1.16	1.56	47.90	35.93	26.10	19.44
300075	数字政通	14.63	0.31	0.41	0.58	0.73	37.17	35.50	25.08	20.09
002609	捷顺科技	13.75	0.22	0.28	0.40	0.56	38.95	48.57	34.56	24.62
688088	虹软科技	68.49	0.52	0.71	0.99	1.25	91.19	96.59	68.92	54.98
300168	万达信息	28.37	-1.23	0.26	0.37	0.48	-12.59	107.76	76.56	59.35
平均值							41.63	61.53	43.94	33.79

数据来源: Wind, 西南证券整理 (数据截至 2020.08.26 收盘)

3 风险提示

宏观经济下行导致物联网下游应用需求不达预期; 物联网新技术研发及新产品开发风险; 行业竞争加剧。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	514.78	758.97	1011.29	1288.42	净利润	119.22	189.49	271.69	359.41
营业成本	266.17	367.95	470.73	588.07	折旧与摊销	28.58	28.04	28.04	28.04
营业税金及附加	6.29	7.48	10.37	13.46	财务费用	4.90	0.50	0.69	0.89
销售费用	22.99	32.86	43.69	55.40	资产减值损失	-1.50	4.55	3.03	2.78
管理费用	46.92	130.54	173.94	220.32	经营营运资本变动	-157.17	-47.84	-69.50	-74.40
财务费用	4.90	0.50	0.69	0.89	其他	27.23	31.94	0.68	2.54
资产减值损失	-1.50	4.55	3.03	2.78	经营活动现金流净额	21.26	206.68	234.62	319.26
投资收益	-0.22	-0.04	-0.04	-0.07	资本支出	-123.43	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.80	-1.47	-0.88	-0.88
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-124.23	-1.47	-0.88	-0.88
营业利润	140.19	215.04	308.80	407.43	短期借款	38.10	-40.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.66	-1.01	-1.32	-1.65	长期借款	-15.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	133.54	214.03	307.48	405.78	股权融资	162.94	0.00	0.00	0.00
所得税	14.31	24.54	35.79	46.37	支付股利	0.00	-23.77	-37.78	-54.17
净利润	119.22	189.49	271.69	359.41	其他	-59.81	-4.12	1.08	-1.64
少数股东损益	0.37	0.59	0.85	1.13	筹资活动现金流净额	126.23	-67.89	-36.70	-55.80
归属母公司股东净利润	118.85	188.89	270.84	358.28	现金流量净额	23.25	137.32	197.05	262.57
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	118.05	255.37	452.42	714.98	成长能力				
应收和预付款项	312.90	429.20	578.06	740.69	销售收入增长率	32.32%	47.44%	33.24%	27.40%
存货	17.84	22.31	29.55	37.63	营业利润增长率	89.60%	53.39%	43.60%	31.94%
其他流动资产	26.30	5.37	7.15	9.11	净利润增长率	86.66%	58.93%	43.38%	32.29%
长期股权投资	0.06	0.06	0.06	0.06	EBITDA 增长率	78.18%	40.26%	38.57%	29.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	369.49	343.51	317.52	291.54	毛利率	48.30%	51.52%	53.45%	54.36%
无形资产和开发支出	47.64	45.61	43.58	41.55	三费率	14.53%	21.60%	21.59%	21.47%
其他非流动资产	15.43	16.84	17.65	18.44	净利润率	23.16%	24.97%	26.87%	27.90%
资产总计	907.71	1118.26	1445.99	1854.00	ROE	24.66%	29.19%	30.77%	30.25%
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.13%	16.94%	18.79%	19.39%
应付和预收款项	216.17	301.26	389.91	489.56	ROIC	32.15%	34.34%	46.27%	55.02%
长期借款	85.00	85.00	85.00	85.00	EBITDA/销售收入	33.74%	32.09%	33.38%	33.87%
其他负债	83.16	82.84	88.01	91.14	营运能力				
负债合计	424.33	469.10	562.91	665.69	总资产周转率	0.59	0.75	0.79	0.78
股本	58.00	77.33	77.33	77.33	固定资产周转率	2.46	2.21	3.18	4.41
资本公积	159.40	159.40	159.40	159.40	应收账款周转率	1.61	2.10	2.01	1.97
留存收益	264.13	429.25	662.31	966.43	存货周转率	10.72	17.32	16.75	16.57
归属母公司股东权益	481.47	646.66	879.72	1183.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.67%	—	—	—
少数股东权益	1.91	2.50	3.35	4.48	资本结构				
股东权益合计	483.38	649.16	883.07	1188.31	资产负债率	46.75%	41.95%	38.93%	35.91%
负债和股东权益合计	907.71	1118.26	1445.99	1854.00	带息债务/总负债	29.46%	18.12%	15.10%	12.77%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	流动比率	1.64	2.13	2.49	2.82
EBITDA	173.67	243.58	337.53	436.36	速动比率	1.58	2.06	2.42	2.75
PE	74.05	46.59	32.50	24.57	股利支付率	0.00%	12.58%	13.95%	15.12%
PB	18.28	13.61	10.00	7.43	每股指标				
PS	17.10	11.60	8.70	6.83	每股收益	1.54	2.44	3.50	4.63
EV/EBITDA	38.11	26.42	18.49	13.69	每股净资产	6.23	8.36	11.38	15.31
股息率	0.00%	0.27%	0.43%	0.62%	每股经营现金	0.27	2.67	3.03	4.13
					每股股利	0.00	0.31	0.49	0.70

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌嵒	销售经理	13642362601	13642362601	tlr@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn