

佳力图 (603912)

三季度业绩再创新高，机房空调业务表现优异，IDC 业务打开长期成长空间

买入（维持）

2020 年 10 月 27 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	639	744	925	1,416
同比（%）	19.5%	16.4%	24.4%	53.1%
归母净利润（百万元）	85	107	144	188
同比（%）	-20.7%	26.3%	35.2%	30.4%
每股收益（元/股）	0.39	0.49	0.67	0.87
P/E（倍）	46.89	37.14	27.48	21.07

投资要点

- **事件：**10 月 26 日，佳力图公布 2020 年三季度业绩：前三季度公司实现营业总收入 4.48 亿元，同比下降 10.94%，实现归母净利润 0.83 亿元，同比上升 9.35%。
- **Q3 业绩创新高，盈利能力持续改善：**佳力图 2020 年 Q3 单季度实现营收 1.99 亿元，同比上升 7.05%，实现归母净利润 0.45 亿元，同比上升 85.09%，同比增速较 Q2（46.74%）提升 38.35pp，公司 20Q3 单季度营收和归母净利润均为历史最高。毛利率方面，随着公司 2020 年前三季度公司销售毛利率 40.00%，较上半年（37.52%）提升 2.48pp；销售净利率为 18.50%，较上半年（15.21%）提升 3.29pp。
- **机房空调业务维持行业龙头地位，业绩稳步增长：**公司深耕机房空调业务十余年，深度绑定三大运营商及华为等大客户；掌握核心技术，目前除压缩机和风机外，公司空调产品其他核心配件均实现自产；大力开发新产品，利用磁悬浮技术生产的空调能耗相比传统产品可下降 20%；相比同行，公司产品具备竞争优势，长期以来公司销售毛利率均为同业最高。受益国内 IDC 建设加速，公司机房空调业务增速较快。
- **IDC 业务发挥资源优势，积极合作拓展客户：**公司于 2017 年开始筹备数据中心所需的土地、能耗指标等资源，目前公司建设数据中心所需的核心资源均已筹备完毕，具备先发优势。同时公司凭借自身资源优势与鹏博士积极开展合作，拓展客户渠道。
- **IDC 业务将与传统空调业务产生协同效应：**公司 IDC 业务起量后将与传统业务产生协同效应，提升公司核心竞争力：1）自建数据中心将成为公司机房空调 PUE 值的展示平台；2）自建数据中心将成为公司的研发中心，有助于空调产品的改良升级；3）采用“包电”模式销售，将帮助公司将空调产品的能耗优势转换成 IDC 业务的盈利能力优势。综合来看，公司 IDC 业务具备长期成长空间和战略意义，将助力公司成为产业链上下游一体的龙头公司。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 7.44 亿元、9.25 亿元以及 14.16 亿元，实现归母净利润分别为 1.07 亿元、1.44 亿元以及 1.88 亿元，EPS 分别为 0.49 元、0.67 元以及 0.87 元，对应的 PE 分别为 37X/27X/21X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险；IDC 机柜上架速度低于预期的风险；议价能力下滑的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.28
一年最低/最高价	11.41/30.57
市净率(倍)	4.33
流通 A 股市值(百万元)	2071.43

基础数据

每股净资产(元)	4.00
资产负债率(%)	42.23
总股本(百万股)	216.95
流通 A 股(百万股)	113.32

相关研究

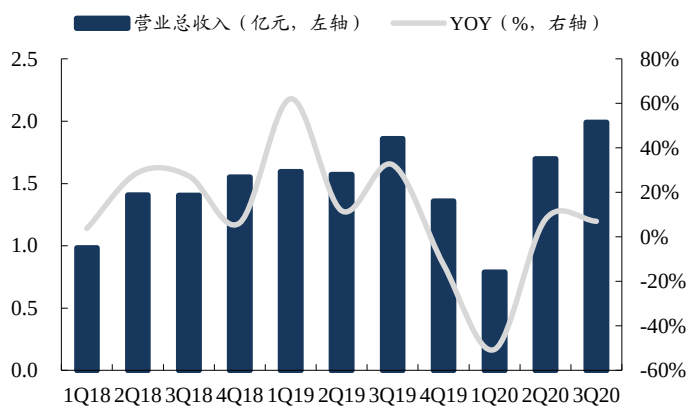
- 1、《佳力图（603912）：二季度业务快速恢复、在手订单充足，持续看好公司机房环控与 IDC 业务发展》2020-09-02
- 2、《佳力图（603912）：IDC 精密环境控制龙头，积极布局下游延伸，充分享受行业红利》2020-07-10

1. 业绩快速提升，盈利能力持续改善

1.1. 经营状况良好，Q3 业绩再加速

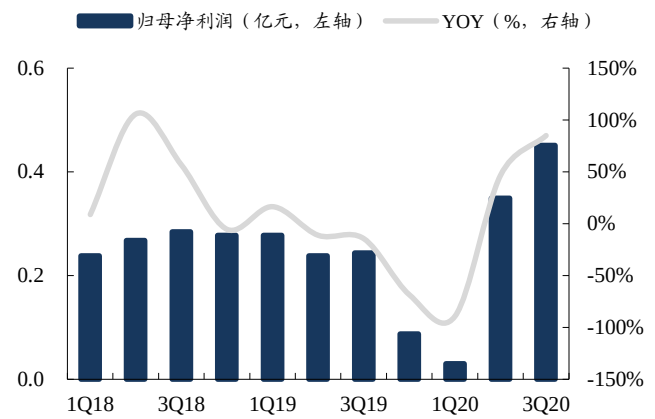
2020 年前三季度公司实现营业总收入 4.48 亿元，同比下降 10.94%，实现归母净利润 0.83 亿元，同比上升 9.35%，前三季度公司营业总收入下滑主要原因是疫情影响导致一季度营收大幅下跌。但二季度以来公司业绩恢复良好，Q3 单季度实现营收 1.99 亿元，同比上升 7.05%，实现归母净利润 0.45 亿元，同比上升 85.09%，同比增速较 Q2(46.74%) 提升 38.35pp。

图 1：佳力图单季度营业总收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：佳力图单季度归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

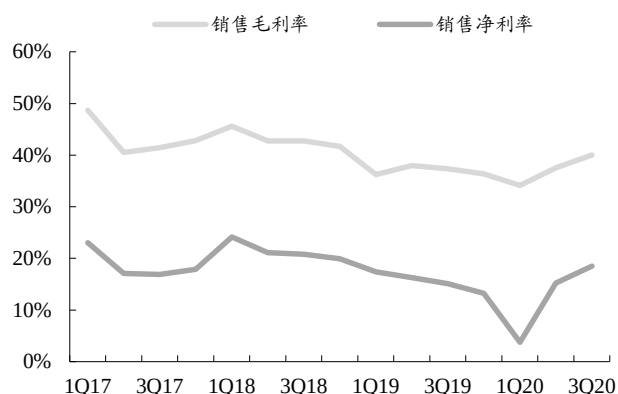
1.2. 盈利能力持续提升，现金流充沛

一季度以来公司盈利能力持续改善。2020 年前三季度公司销售毛利率 40.00%，较上半年(37.52%)提升 2.48pp；销售净利率为 18.50%，较上半年(15.21%)提升 3.29pp。

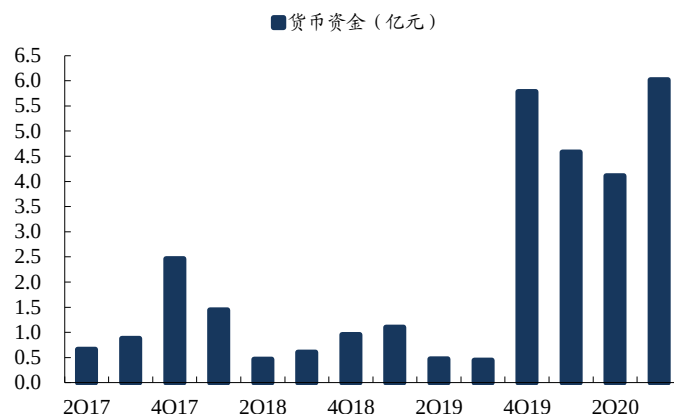
目前公司货币资金充足，现金流情况良好。2020 年三季度公司货币资金存量为 6.01 亿元，同比大幅提升 1252.71%，环比也有 46.41% 的提升，考虑到现金流充足，公司购买了较多现金理财项目，Q3 公司交易性金融资产为 2.32 亿元，较 2019 年末提升 75.61%。

图 3：佳力图销售毛利率、净利率

图 4：佳力图货币资金（亿元）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



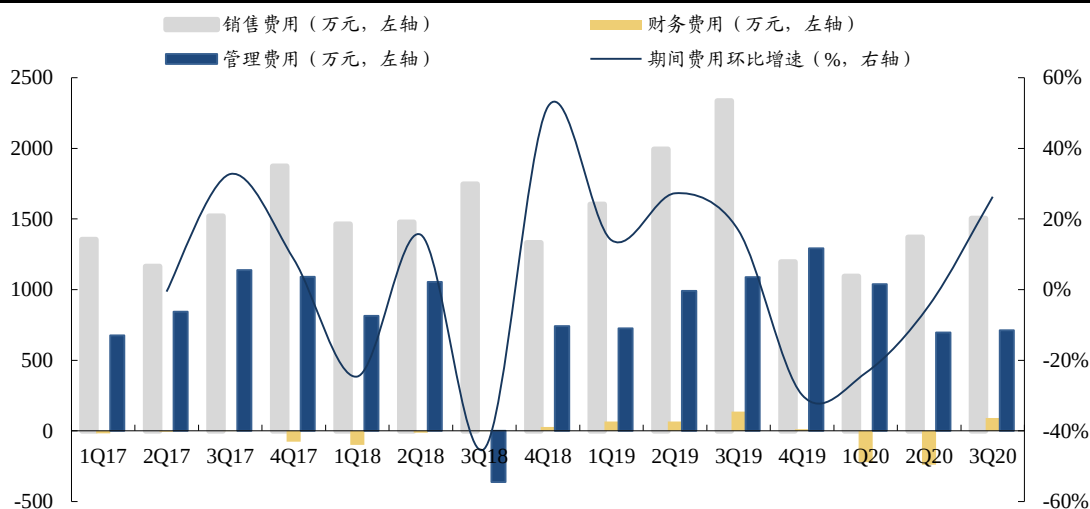
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 费用控制能力良好, 保持研发投入

2020 年前三季度公司发生销售费用、管理费用和财务费用合计 6048.24 万元, 同比下降 32.86%。其中销售费用同比下降 33.12%, 主要原因是股份支付摊销减少以及按新准则费用明细科目调整; 财务费用同比下降 237.15%, 主要原因是存款大幅提升产生利息收入。

Q3 单季度三项费用合计 2308.80 万元, 占营收 11.60%, 环比小幅上升 0.83pp, 同比下降 7.56pp, 总体来说, 2020 年以来公司股份支付摊销逐步减少, 费用率下降至正常水平。

图 5: 佳力图三大费用明细 (万元) 及环比增速 (%)

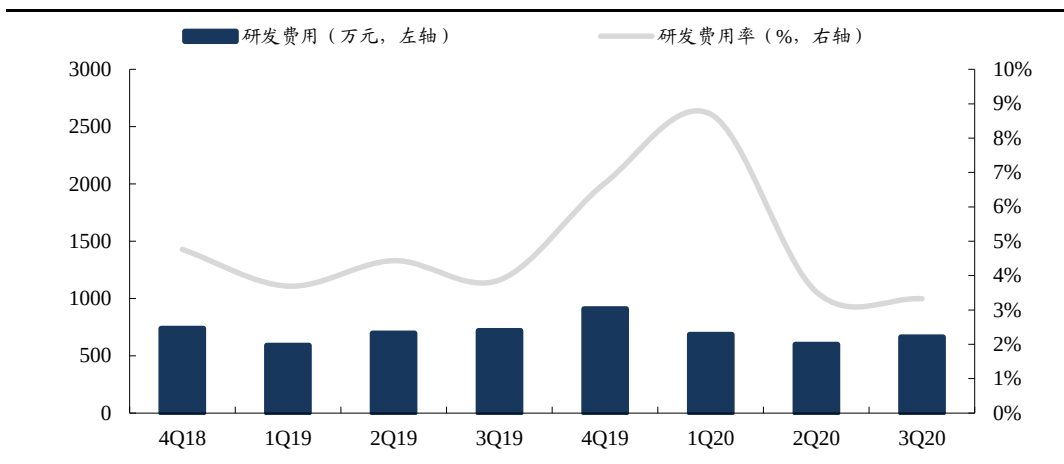


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

佳力图 2020 年前三季度发生研发费用 1947.65 万元, 同比下降 2.98%, 其中 Q3 单季度发生研发费用 662.67 万元, 同比下降 7.98%, 环比上升 10.68%。

Q3 单季度公司研发费用率为 3.33%, 环比小幅下降 0.20pp, 总体而言公司研发费用率保持稳定。

图 7：佳力图研发费用



数据来源：Wind，东吴证券研究所

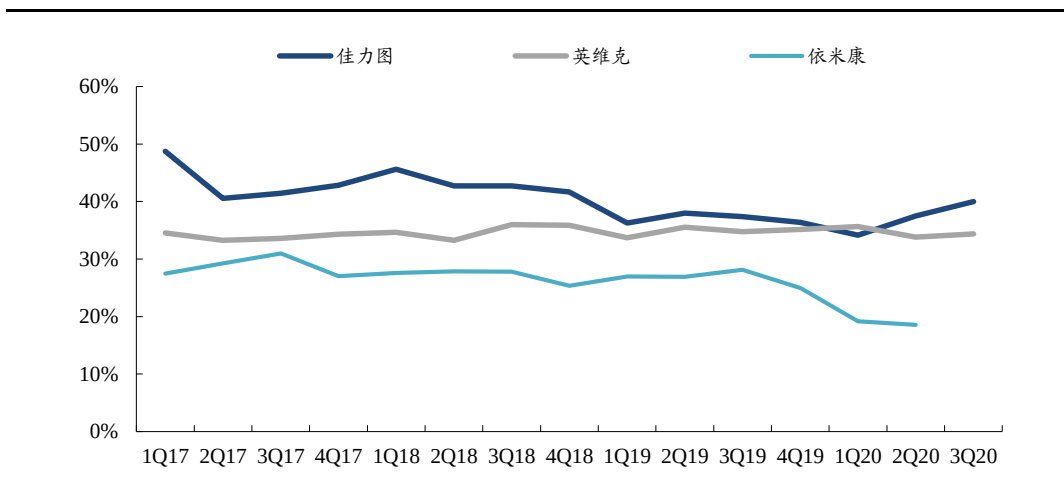
2. 空调业务维持领先，IDC 业务稳步推进

2.1. 十余年深耕机房空调，行业龙头地位稳固

佳力图在行业内龙头地位稳固。公司自 2003 年成立初期就专注于机房空调的研发和生产，长期以来深度绑定三大运营商。考虑到三大运营商在我国占据了 IDC 市场超过 60% 的市场份额，公司可通过与运营商的合作关系获得长期稳定的优质订单。2020Q3 公司营业总收入创新高，达到 1.99 亿元，同比上升 7.05%。目前公司客户需求饱满，环比业绩有望持续加速。

公司产品在行业内处于领先地位，销售毛利率高于同行。佳力图 2020 年前三季度销售毛利率为 40.00%，除 2020Q1 外，公司毛利率始终处于同行业最高水平，产品竞争力较强。除压缩机和风机外，公司空调产品其他核心配件均实现自产，同时，公司利用磁悬浮技术生产的空调能耗相比传统产品可下降 20%，考虑到空调是机房除服务器外电力消耗的最大来源，公司产品具备明显的竞争优势。

图 7：国内主要机房空调供应商销售毛利率

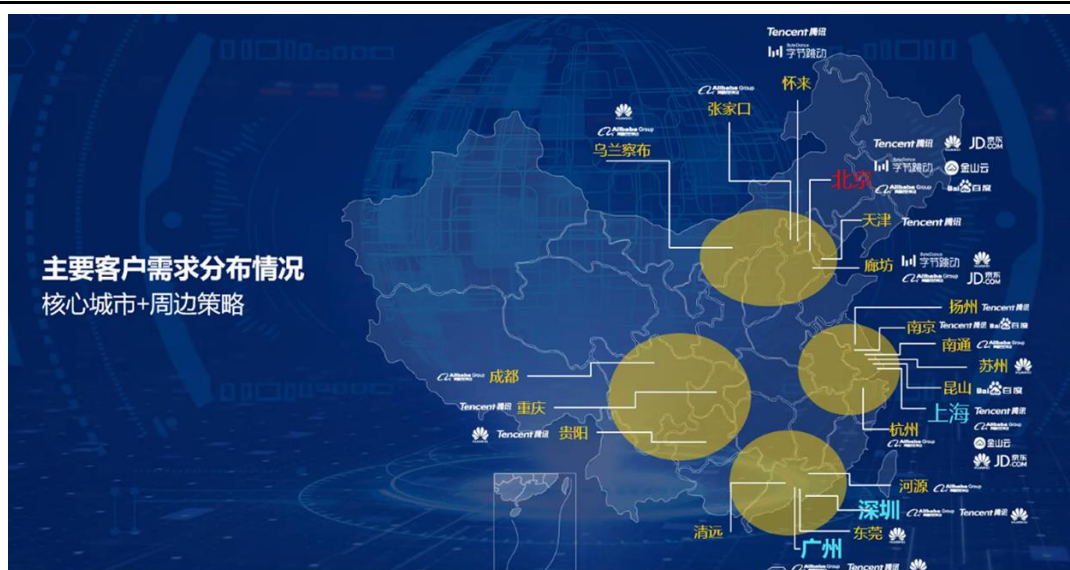


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 背靠大厂，发挥资源优势，IDC 业务稳步推进

环一线城市战略建设数据中心，具备地理位置优势。公司于 2019 年宣布投资 15 亿元建设“南京楷德悠云数据中心项目”，项目产品及服务系为客户提供机柜租用及运维服务等 IDC 基础服务，总体建设 8400 标准机架机柜。考虑到数据中心对时延的要求，目前国内 IDC 主要建设地点为一线城市及环一线周边城市，公司选址南京具备区域性竞争优势。

图 7：中国超大规模数据中心主要建设在一线城市和环一线城市



数据来源：IDC，东吴证券研究所

公司传统机房空调业务是 IDC 的上游，能够和空调业务产生良好的协同效应，实现“1+1>2”的战略意义：1）公司作为机房空调的领先厂商，最重要的技术指标是 PUE，目前公司空调产品可将机房 PUE 值下降至 1.3 以下，自建机房可成为其展示平台；2）自建机房可作为公司的研发中心，在自建机房中获得的大量数据将有助于公司产品的进一步改良和升级；3）公司机房空调产品能耗较低（PUE 值 1.3 以内，同行为 1.5 左右），采用“包电”模式进行销售，公司可以获得电费差价，盈利能力强于行业平均水平。

客户方面，公司利用自身资源优势与鹏博士合作，客户拓展进度较快。公司于 2017 年开始筹备数据中心所需的土地、能耗指标等资源，目前已经筹备充分，具备先发优势。公司凭借自身资源优势与鹏博士积极开展合作，拓展客户渠道，长期来看，IDC 业务将给公司带来新的增长空间。

3. 盈利预测与投资评级

预计 2020-2022 年营业收入分别为 7.44 亿元、9.25 亿元以及 14.16 亿元，实现归母净利润分别为 1.07 亿元、1.44 亿元以及 1.88 亿元，EPS 分别为 0.49 元、0.67 元以及 0.87

元，对应的 PE 分别为 37X/27X/21X，维持“买入”评级。

4. 风险提示

行业竞争加剧的风险；IDC 机柜上架速度低于预期的风险；议价能力下滑的风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>