

## 佳力图 (603912.SH)

## 布局 IDC 协同发展，机房环控龙头再飞跃

2020 年 12 月 18 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 增持 (首次)

赵良毕 (分析师)

戴晶晶 (联系人)

zhaoliangbi@kysec.cn

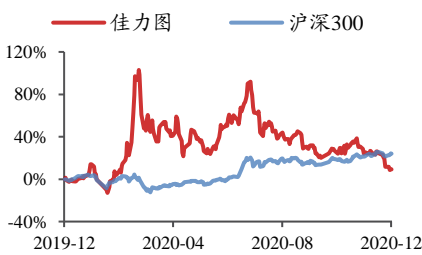
daijingjing@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

证书编号: S0790120040005

日期	2020/12/18
当前股价(元)	15.17
一年最高最低(元)	30.90/11.53
总市值(亿元)	32.91
流通市值(亿元)	32.27
总股本(亿股)	2.17
流通股本(亿股)	2.13
近 3 个月换手率(%)	51.98

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 机房环控龙头，布局 IDC 上下游协同，首次覆盖给予“增持”评级

佳力图是国内具有领导地位的机房空调专业制造商和机房环境一体化解决方案服务商。公司自成立以来，一直专注于数据机房等精密环境控制技术的研发，是一家为数据机房等精密环境控制领域提供节能、控温设备、一体化解决方案以及相关节能技术服务的高新技术企业。公司客户主要为中国移动、中国电信等通信运营商以及大型金融企业和互联网公司。随着云计算放量，IDC 需求增长，公司多产品线将持续受益，业绩有望保持快速增长。我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 1.27/1.70/2.25 亿元，同增 49.9%/34.3%/32.1%，EPS 为 0.58/0.78/1.04 元，当前股价对应 PE 分别为 26.0/19.3/14.6 倍，相对可比公司，存在一定估值优势，首次覆盖，给予“增持”评级。

### ● 政策引导 IDC 绿色发展，机房环控前景开阔，公司业绩有望边际改善

随 5G 商用进程的推进，万物互联时代开启，数据流量急剧增长，IDC 作为数据储存的地方，景气度随之提升。根据科智咨询，2019 年我国 IDC 市场规模达到 1562.5 亿元，而 2022 年预计将翻倍，预测将达到 3200.5 亿元。国家通过政策支持引导数据中心绿色发展，进行合理节能规划，机房环控市场需求打开，前景开阔，公司作为机房环控龙头，业绩有望边际改善。

### ● 优化产业链布局，推进数据信息服务行业下游延伸

公司在控温、节能方面积累了丰富的技术和经验，能够提供机房节能管理以及维保方面的技术服务，公司在控温、节能方面的技术储备有助于数据中心项目降低能耗成本，保障数据中心的精密运行环境。公司于 2019 年投资建设“南京楷德悠云数据中心项目”进军 IDC 行业。公司进入 IDC 业务领域的优势在于与原有主营业务形成协同效应，降本增效提高议价能力，未来业绩释放可期。

● **风险提示:** 宏观经济波动风险；公司客户所处行业较为集中；材料价格波动风险

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	535	639	754	995	1,373
YOY(%)	16.2	19.5	18.0	32.0	38.0
归母净利润(百万元)	107	85	127	170	225
YOY(%)	29.7	-20.7	49.9	34.3	32.1
毛利率(%)	41.7	36.4	37.5	38.5	38.5
净利率(%)	19.9	13.2	16.8	17.1	16.4
ROE(%)	15.2	10.7	14.7	17.4	19.6
EPS(摊薄/元)	0.49	0.39	0.58	0.78	1.04
P/E(倍)	30.9	38.9	26.0	19.3	14.6
P/B(倍)	4.7	4.2	3.8	3.4	2.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、佳力图：国内领先的机房环境领域高新技术提供商.....	3
1.1、深耕机房环控领域十余载，与多家大型企业建立优质合作关系.....	3
1.2、公司股权结构较稳固，决策灵活.....	4
1.3、公司财务状况良好，未来业绩向好.....	5
1.4、公司优化业务板块，布局数据中心产业链.....	6
2、IDC 行业景气度提升，公司有望享受红利.....	8
2.1、数据海啸袭来，驱动 IDC 市场前景.....	8
2.2、IDC 产业政策助力，机房环控市场前景开阔.....	9
3、公司布局 IDC 建设，推进数据信息服务行业下游延伸.....	10
3.1、机房环控市场集中度高，布局 IDC 形成协同效应.....	10
3.2、勇于创新，持续不断研发投入.....	10
4、盈利预测与投资建议.....	11
4.1、关键假设.....	11
4.2、盈利预测.....	11
5、风险提示.....	12
附：财务预测摘要.....	13

## 图表目录

图 1：公司股权结构清晰，实际控制人地位稳固.....	4
图 2：公司营业收入逐年增加.....	5
图 3：公司归母净利润 2019 年有所回落.....	5
图 4：公司毛利率总体维持在高位.....	5
图 5：公司毛利率超过可比公司.....	5
图 6：业务发展需要，公司三费略有增长.....	6
图 7：公司智能机房一体化产品占比提高.....	6
图 8：IDC 是云计算产业链中关键环节.....	8
图 9：中国云计算市场规模逐渐上升.....	8
图 10：我国数据中心市场规模保持上升趋势.....	8
图 11：中国 IDC 业务市场规模预计将稳定增长.....	9
图 12：公司研发投入持续上升.....	10
图 13：公司研发人员数量持续增加.....	10
表 1：公司历经十七年发展，成长为机房环境领域龙头.....	3
表 2：公司与多家大型企业建立优质合作伙伴关系.....	3
表 3：公司设立限制性股票激励，增强员工积极性.....	4
表 4：公司精密环境领域产品丰富.....	7
表 5：国家政策支持数据中心绿色发展.....	9
表 6：佳力图布局 IDC 建设.....	10
表 7：公司核心技术丰富.....	11
表 8：可比公司估值：佳力图存在一定估值优势.....	12

## 1、佳力图：国内领先的机房环境领域高新技术提供商

### 1.1、深耕机房环控领域十余载，与多家大型企业建立优质合作关系

南京佳力图机房环境技术股份有限公司是国内具有领导地位的机房空调专业制造商和机房环境一体化解决方案服务商。公司于2003年8月由安乐集团和康宁机电共同出资成立，2017年在上交所主板上市。公司自成立以来，一直专注于数据机房等精密环境控制技术的研发，是一家为数据机房等精密环境控制领域提供节能、控温设备、一体化解决方案以及相关节能技术服务的高新技术企业。近年来，公司专注于机房环境领域技术的开拓，服务机构覆盖全国30多个主要城市，在同行业中处于领先水平。

**表1：公司历经十七年发展，成长为机房环境领域龙头**

年份	大事件
2003年	南京佳力图空调机电有限公司成立
2005年	佳力图机房用空调机被华为指定为全国信息中心唯一机房空调专用配套产品
2008年	佳力图荣获“中国绿色通信节能技术先锋单位”奖项
2010年	公司参加起草和制订的中华人民共和国通信行业标准《通信机房用恒温恒湿空调系统》正式实施启用。公司成为国标与行标的双重标准制订者
2010年	公司机房空调机系列产品通过中国质量认证中心(CQC)的中国节能产品认证
2012年	佳力图公司连续7年荣获政府颁发的纳税有功单位荣誉称号
2015年	南京佳力图空调机电有限公司整体变更为股份有限公司，正式更名为南京佳力图机房环境技术股份有限公司
2016年	公司获评设立江苏省博士后创新实践基地
2017年	公司在上交所主板上市
2017年	公司获评第一批南京市制造业单项冠军培育企业
2019年	公司投资建设“南京楷德悠云数据中心项目”
2020年	公司吸收合并全资子公司南京佳力图机电技术服务有限公司
2020年	公司三项产品入围2020年工信部《国家绿色数据中心先进技术适用产品目录》

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司下游客户涵盖政府部门以及通信、金融、互联网、医疗、轨道交通、航空、能源等众多行业。公司通信行业客户主要为中国电信、中国移动、中国联通三大电信运营商及其旗下各分子公司；非通信行业客户为除三大电信运营商以外的其他客户，主要有华为、安乐集团等。公司与主要客户的合作模式主要为招投标方式。公司不存在向单个客户销售比例超过当期合并营业收入总额50%的情况。

**表2：公司与多家大型企业建立优质合作伙伴关系**

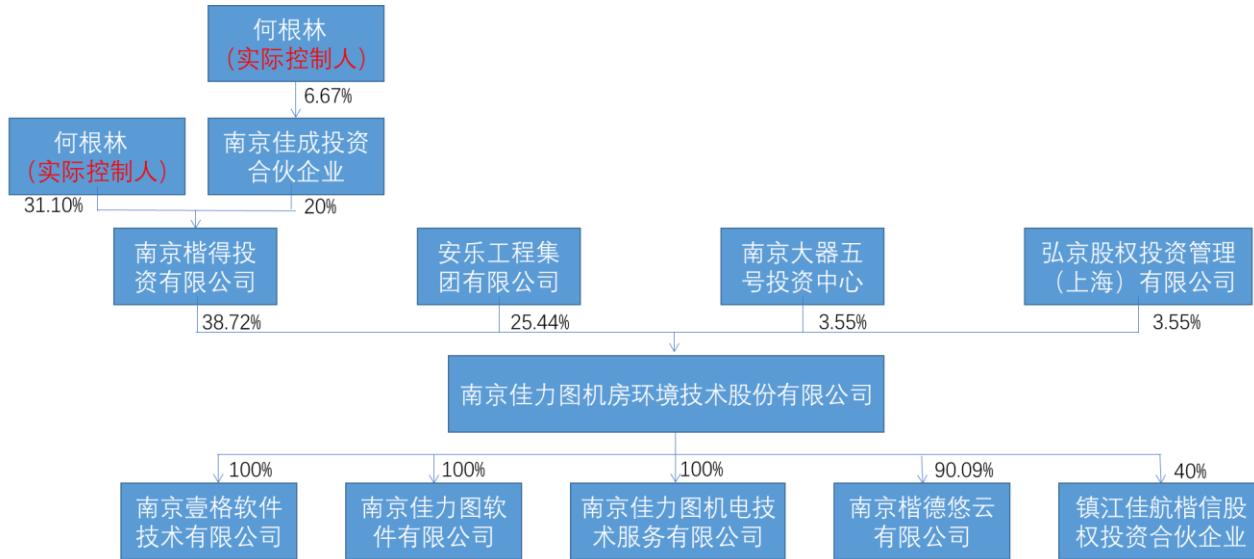
序号	单位名称	销售额（万元）	占营业收入比例
1	中国电信	4,388.28	21.51%
2	中国移动	3,783.92	18.55%
3	安乐集团	1,078.57	5.29%
4	中国联通	990.84	4.86%
5	华为	651.92	3.20%
	合计	10,893.52	53.40%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、公司股权结构较稳固，决策灵活

公司股权结构清晰,实际控制人地位稳固。公司前十大股东占有总股本的72.84%，控股股东为南京楷得投资有限公司，持有38.72%股份。董事长何根林先生直接持有楷得投资31.10%股权，同时通过合伙企业佳成投资控制楷得投资6.67%股权。公司第二大股东为安乐工程集团有限公司，持股25.44%，实际控制人地位稳固。

图1: 公司股权结构清晰，实际控制人地位稳固



资料来源: Wind、开源证券研究所

公司设立限制性股票激励,进一步增强员工核心凝聚力。公司在2019年设置限制性股票激励计划,共授出限制性股票631.7万股,授予价格为6.84元/股,涉及激励对象一共199人,包括公司任职的高级管理人员及核心员工骨干,此次限制性股票激励计划进一步激发了核心团队的积极性和创造性,激励员工与企业长期共同成长,有利于的公司长期发展。

表3: 公司设立限制性股票激励,增强员工积极性

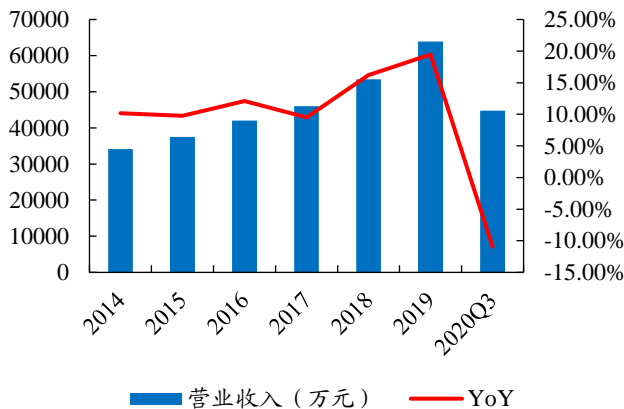
姓名	职务	获授限制性股票数量(万份)	占授予限制性股票总数的比例(%)	占目前总股本的比例(%)
王凌云	董事、总经理	20.00	3.17	0.09
杜明伟	董事、副总经理	20.00	3.17	0.09
李林达	董事、董事会秘书	15.00	2.37	0.07
叶莉莉	副总经理、财务总监	15.00	2.37	0.07
袁祎	副总经理	20.00	3.17	0.09
核心技术(业务)人员、骨干员工及董事会认为需要进行激励的其他核心人员(共194人)		541.70	85.75	2.57
合计		631.70	100.00	3.00

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

### 1.3、公司财务状况良好，未来业绩向好

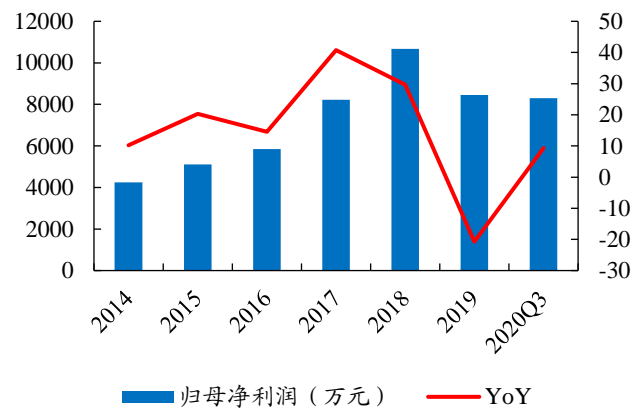
公司营业收入持续增长，未来盈利空间有望进一步上升。公司自成立以来，专注于机房环境领域技术的开拓，依托于雄厚的研发实力，逐步取得了广大客户的认可，使得公司行业影响力持续增强，业务规模持续扩大，盈利能力持续增强。2019年实现营业收入6.39亿元，同比增加19.46%，实现归母净利润0.85亿元，同比下降20.72%。主要原因系以权益结算的股份支付确认的费用总额的增加。2020Q3实现营业收入4.48亿元，同比下降10.94%，实现归母净利润0.83亿元，同比增加9.35%。由于宏观经济环境不佳，导致营业收入略有下滑，但随着外部环境逐渐改善，公司业绩整体向好预期不变。

图2：公司营业收入逐年增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

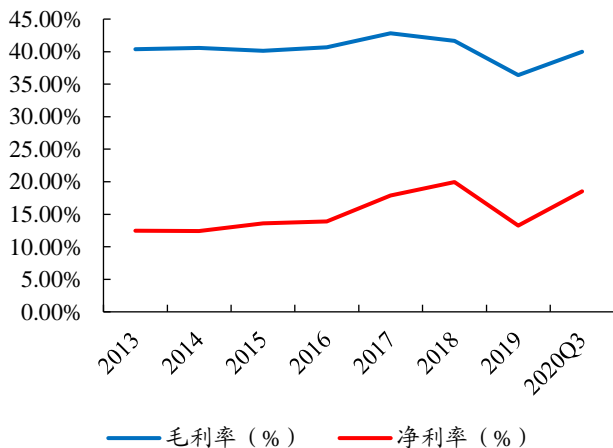
图3：公司归母净利润2019年有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

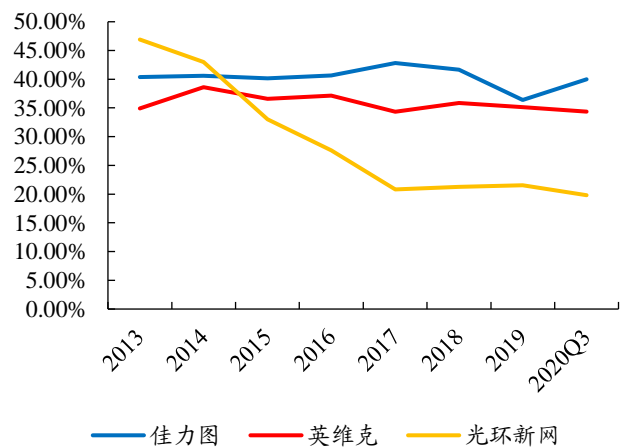
公司毛利率较为稳定，在行业内具有较高竞争力。2020年Q3公司毛利率为40.00%，相比2019年同期上升2.62%，高于可比企业（英维克、光环新网）；2019年公司毛利率为36.39%，同比下降5.28%，2019年公司净利率为13.24%，同比下降6.71%。主要是由于公司新开拓的机房环境一体化业务毛利率略低，导致营业成本的增长大于营业收入的增长。但是总体盈利能力良好，且2020Q3净利率已回升至18.50%。

图4：公司毛利率总体维持在高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

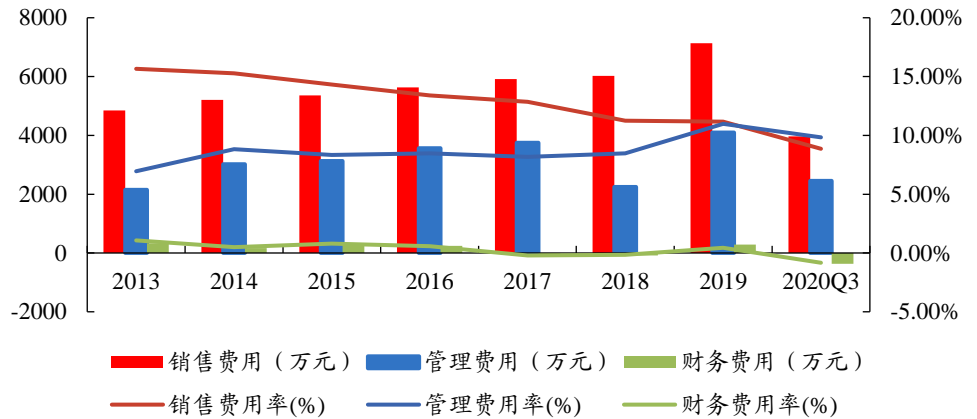
图5：公司毛利率超过可比公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司三费略有增长。2019年公司销售费用为0.71亿元,相比2018年增加18.42%,销售费用基本与营业收入相匹配;管理费用为0.41亿元,同比增加82.18%,主要系股权激励摊销所致;财务费用为0.03亿元,同比增加423.28%,主要系公司新增短期借款产生的利息费用所致。

图6: 业务发展需要, 公司三费略有增长

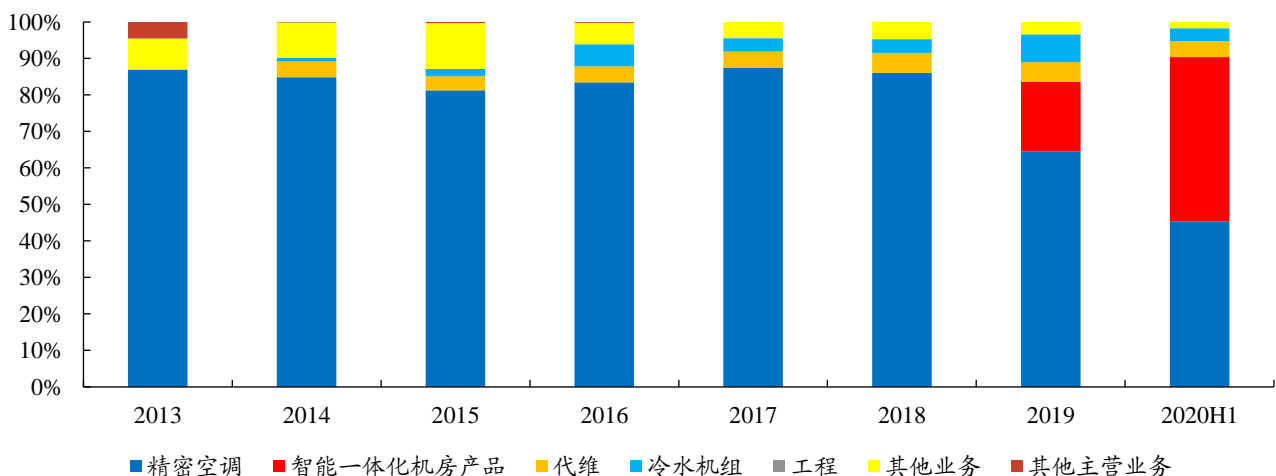


数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 1.4、公司优化业务板块, 布局数据中心产业链

精密空调业务模块构成公司主要收入来源, 智能机房一体化产品占比提高。从公司营业收入来看, 作为国内领先精密环境高新技术提供商, 公司营业收入主要来源于精密空调业务, 2019年精密空调模块营收达到4.12亿元, 占比64.55%, 2020年H1营收达到, 占比45.42%, 有所下降。机房环境一体化产品系公司在2018年开始拓展的新业务, 包括新型末端产品和智能冷站两个产品系列, 新型末端产品为客户数据中心提供机房内整体解决方案, 新型末端产品集成空调、机柜、配电等模块。2020年H1智能机房一体化产品营收达1.13亿元, 占比44.94%, 随着国家对战略性新兴产业的重视, 对云计算、下一代网络的积极推进, 公司IDC基础服务模块收入有望进一步上升。









图7: 公司智能机房一体化产品占比提高



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司精密环境领域产品丰富，技术先进。公司产品应用于数据中心机房、通信基站以及其他恒温恒湿等精密环境，公司客户涵盖政府部门以及通信、金融、互联网、医疗、轨道交通、航空、能源等众多行业。目前，公司拥有精密空调设备、冷水机组两大类产品，十三个系列产品线，产品的先进性、可靠性以及节能环保的优势在行业中始终保持主导地位，同时公司依托在环境控制技术和节能技术方面的优势，为数据中心提供节能改造服务。

表4: 公司精密环境领域产品丰富

主要产品及服务	产品系列	图片示例	应用领域
精密空调	ME 系列		IDC 数据中心机房；通讯机房；恒温恒湿实验室；高精度检测室；银行、证券、政府、IT 行业、医院及政府机构等对环境温湿度要求高的场所
	Guardian 系列 (13 系列)		通信基站、小型计算机房、微波及地面卫星站、银行、证券、政府、IT 行业、医院及政府机构等对可靠性、温湿度控制要求高的场所
	rCooling 系列		IDC 数据机房、微模块机房
	FJ 氟泵系列		适用于全年有三分之一以上时间室外环境在 20℃ 以下的地区；适用于风冷型机房专用空调机配套使用；适用于各种旧机房专用空调机的现场节能改造项目
	ZW 中温系列		陶瓷、铜器、绘画、拓本、书法、工艺品、漆器、竹木、牙雕等文物库及缓存间；高档酒类储藏室；有特殊要求的实验室、检测室
	ME 直流变频系列 (R410A)		IDC 数据中心机房；通讯机房；恒温恒湿实验室；高精度检测室；银行、证券、政府、IT 行业、医院及政府机构等对机房环境温湿度要求高的场所
	冷水机组	iChiller 系列	 

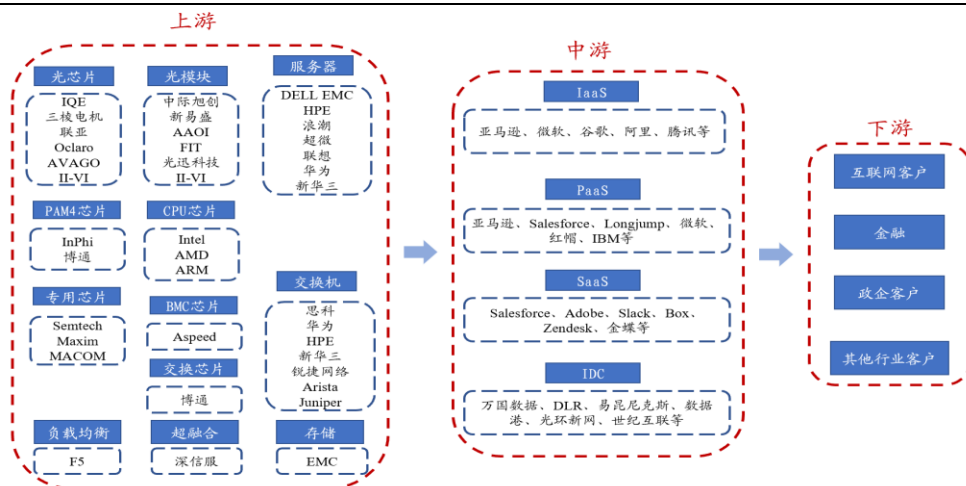
资料来源：公司官网、开源证券研究所

## 2、IDC 行业景气度提升，公司有望享受红利

### 2.1、数据海啸袭来，驱动 IDC 市场前景

数据流量急剧增长，云计算产业链迎来利好。随 5G 商用进程的推进，万物互联时代开启，5G 与各行各业融合发展，赋能市场经济增长。产业信息化、智能化转型带来数据量几何式爆炸增长，据中国移动预测，预计到 2025 年，全球物联网连接数将达到 300 亿个，全球数据量将成倍增长。而云计算作为应对海量数据的最佳处理方案，市场需求量迅速上升，IDC 作为云计算产业链中关键环节，景气度随之提升。

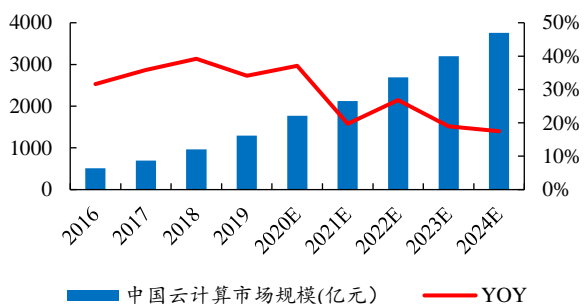
图8：IDC 是云计算产业链中关键环节



资料来源：IDC、开源证券研究所

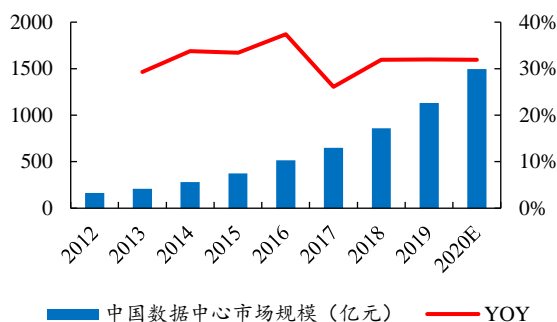
云计算市场持续放量，驱动 IDC 行业景气度上升。2020 年，新冠疫情突发，带来远程办公、网络课堂需求量激增，同时无人工厂、云视频等市场关注度重回高位，预计未来 IP 流量和数据量将维持持续增长趋势，驱动 IDC 等设备资源需求量。Gartner 预测，2022 年全球云计算市场规模将超过 2700 亿美元，为 2018 年市场规模 1363 亿美元的 1.98 倍。据中商产业研究院、信通院数据，2020 年中国数据中心市场规模将达 1494.2 亿元，整体保持高速增长。2024 年云计算规模达 3755.95 亿元，市场持续放量，为产业链各环节增长奠定基础。随着 5G 的快速发展，以物联网、大数据、云计算和人工智能为代表的新应用将引发数据流量的高速增长。根据科智咨询，2019 年我国 IDC 市场规模达到 1562.5 亿元，而 2022 年预计将翻倍，预测将达到 3200.5 亿元。

图9：中国云计算市场规模逐渐上升

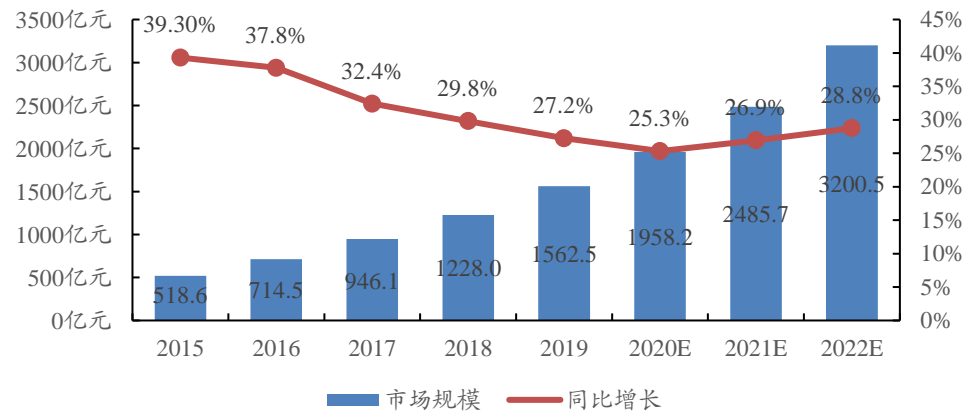


数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

图10：我国数据中心市场规模保持上升趋势



数据来源：中国信息通信研究院、开源证券研究所

**图11: 中国 IDC 业务市场规模预计将稳定增长**


数据来源: 科智咨询、开源证券研究所

## 2.2、IDC 产业政策助力，机房环控市场前景开阔

国家通过政策支持引导数据中心绿色发展，进行合理节能规划。2019年2月，工业和信息化部、国家机关事务管理局、国家能源局发布《三部门关于加强绿色数据中心建设的指导意见》。意见旨在提升新建数据中心绿色发展水平、加强在用数据中心绿色运维和改造、加快绿色技术产品创新推广、提升绿色支撑服务能力等。数据中心节能需求日益增长，机房环控发展前景开阔。

**表5: 国家政策支持数据中心绿色发展**

时间	政策	主要内容
2015.08	《促进大数据发展行动纲要》	整合分散的数据中心资源，充分利用现有政府和社会数据中心资源，运用云计算技术，整合规模小、效率低、能耗高的分散数据中心，构建形成布局合理、规模适度、保障有力、绿色集约的政务数据中心体系
2017.08	《关于组织申报2017年度国家新兴产业纳入国家新型工业化产业示范基地创建的通知》	将数据中心、云计算、大数据、工业互联网等新兴产业纳入国家新型工业化产业示范基地创建的范畴，并提出本年度优先支持新兴产业示范基地的创建
2019.02	《三部门关于加强绿色数据中心建设的指导意见》	提升新建数据中心绿色发展水平，加强在用数据中心绿色运维和改造，加快绿色技术产品创新推广，提升绿色支撑服务能力
2019.11	《绿色数据中心先进适用技术产品目录（2019年版）	涉及能源、资源利用效率提升，可再生能源利用、分布式供能和微电网建设，废旧设备回收处理、限用物质使用控制，绿色运维管理等4个领域50项技术产品

资料来源: 国务院、工信部、开源证券研究所

### 3、公司布局 IDC 建设，推进数据信息服务行业下游延伸

#### 3.1、机房环控市场集中度高，布局 IDC 形成协同效应

国内机房空调市场竞争较激烈，市场集中度较高。2016 年前五大品牌合计占有超过 60% 的市场份额，并有进一步集中的趋势，领导厂商在行业中的优势地位比较明显。在行业整体技术水平发展到相对成熟阶段的情况下，市场参与者之间的竞争往往是品牌、服务等综合实力的竞争。佳力图自成立以来，一致专注于机房等精密环境控制业务，随着生产和销售规模的不断扩大，研发实力的不断增强，目前已成为国内机房等精密环境控制领域重要的参与者，品牌产品销量在国内品牌中位居前列。

公司进入 IDC 业务领域的优势在于与原有主营业务形成协同效应。公司于 2019 年投资建设“南京楷德悠云数据中心项目”。同时，公司在控温、节能方面积累了丰富的技术和经验，能够提供机房节能管理以及维保方面的技术服务，降低数据中心 PUE 值（能源利用效率，数据中心消耗的所有能源与 IT 负载消耗的能源之比），公司在控温、节能方面的技术储备有助于数据中心项目降低能耗成本，保障数据中心的精密运行环境。加强产品及技术研发，提升核心竞争能力。

表6：佳力图布局 IDC 建设

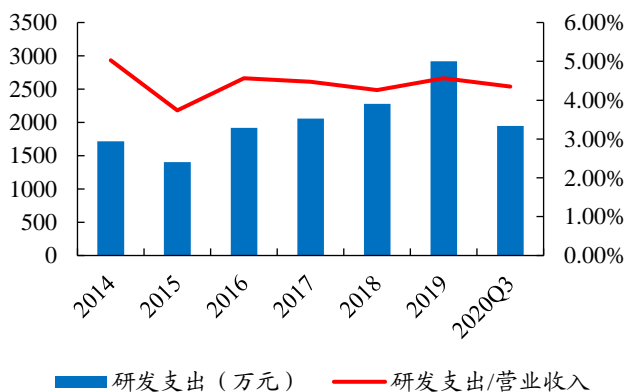
期数	建设项目	投产时间
第一期	2800 架标准服务器 20A 机柜	2021 年 6 月
第二期	2800 架标准服务器 20A 机柜	2022 年 6 月
第三期	2800 架标准服务器 30A 机柜	2023 年 6 月

资料来源：公司公告、开源证券研究所

#### 3.2、勇于创新，持续不断研发投入

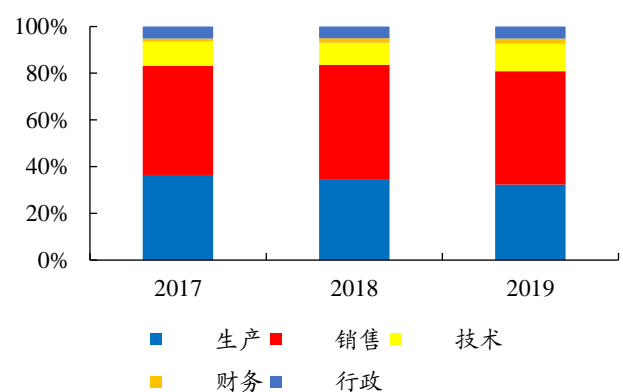
公司专注于研发，持续加大研发投入，推动产品升级。公司坚持自主研发创新与技术服务相结合的研发理念，技术创新驱动客户价值，持续加大研发投入，增加公司技术储备，使产品更加高端化与智能化，以持续提升产品附加值，同时不断推动行业技术发展。2019 年，公司研发投入 0.29 亿元，同比增长 45.32%；公司研发人员数量达到 58 人，同比增长 20.83%，增长幅度均超过营业收入及净利润增长幅度。

图12：公司研发投入持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：公司研发人员数量持续增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

**坚持技术创新，积累大量核心技术。**公司骨干管理团队主要为内部培养，并拥有丰富的市场前线工作经验，使得公司对客户需求以及行业趋势具有较强的洞察能力，从而为公司研发方向提供有前瞻性的指导。截止 2019 年，截止报告期末公司拥有的核心技术由 14 项增加至 23 项，同时有包含高能效机房空调、高能效基站空调、高精度微型定点制冷机组、数据中心冷冻站集中控制系统、机房空调 VRF 系统、CPU 液冷技术等二十余项在研项目。

**表7：公司核心技术丰富**

类别	成果
机房一体化 RDS 管理系统	RDS 集成管理系统平台主要由主体框架部分、冷站控制以及机房末端设备子模块组成，可根据不同类型的建筑结构模型，采取不同的独立运行的 RDS 子单元模块无缝对接组合，与客户供需相结合，利用大数据分析智能预测机房负荷演变趋势，最大化保持整体空调系统安全运行和节能。
磁悬浮压缩机在冷水机组产品中的应用技术	利用直流变频磁悬浮压缩机作为制冷压缩机的自然冷源冷水机组，使用直流变频磁悬浮无油离心压缩机，实现了制冷系统完全无油运行，避免了复杂的润滑油系统，大大提高了机组的可靠性。
高精度恒温恒湿控制技术	将传统机房空调的开关量控制改为无级线性控制和变频控制，使得机房空调的控制精度大大提高。
节能型氟泵螺杆冷水机组	旨在提升机组的 COP 和 IPLV，达到国家节能产品的要求。同时本产品首次将氟泵式自然冷源技术应用于冷水机组。
磁悬浮并联式冷水机组	磁悬浮并联式冷水机组按照名义工况进行测试可以达到国家节能产品要求，IPLV 方面处于行业领先水准；此外噪音比传统离心机组低 4 到 5 分贝，且维护费用低，无需专门的润滑油系统，实现完全无油运行。
工业性水冷磁悬浮离心机	可以实现高能效（比水冷螺杆机组节能 50% 以上）；高出水温度（18 度出水甚至更高），适用于腐蚀性流体介质；无油润滑、免维护特性；低噪音，73 分贝以下。
R410A 高能效机房空调	采用直流变频驱动及应用技术；采用 R410A 环保冷媒；采用模块化设计；将现有机房空调最大冷量提升 10% 至 110kW；高可靠性的回油控制技术；EER 值达到 3.0W/W 以上，全年能效比 AEER 高达到 5.5W/W。
高能效基站空调	佳力图高能效基站空调采用 R410A 环保制冷剂，具备高能效、高显热比的特点，能够更加有效地帮助 5G 基站进行温湿度环境管理。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

云计算加速放量，IDC 需求加剧，国内机房环境控制行业发展前景广阔。公司作为机房环控行业领军龙头，营收有望进一步增长。假设 2020/2021/2022 三年公司精密空调营收增速为 12%、18%、22.5%，冷水机组 2020/2021/2022 三年营收增速为 50%、88%、80%，代维服务 2020/2021/2022 三年营收增速为 22%、69%、65%。

### 4.2、盈利预测

佳力图自成立以来，一直专注于数据机房等精密环境控制技术的研发，是一家为数据机房等精密环境控制领域提供节能、控温设备、一体化解决方案以及相关节能技术服务的高新技术企业。公司 2019 年投资建设“南京楷德悠云数据中心项目”，布局 IDC 建设，协同效应进一步提升公司整体经营业绩。

我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 1.27/1.70/2.25 亿元，同增 49.9%/34.3%/32.1%，EPS 为 0.58/0.78/1.04 元，当前股价对应 PE 分别为 26.0/19.3/14.6 倍，相对可比公司，存在一定估值优势。同时考虑公司作为机房环控领域龙头企业，技术领先，给予一定估值溢价。

首次覆盖，给予“增持”评级。

**表8: 可比公司估值: 佳力图存在一定估值优势**

公司代码	公司名称	市值(亿元) (2020/12/18)	收盘价(元) (2020/12/18)	EPS(元)		PE(倍)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
002837.SZ	英维克	58.78	18.24	0.70	0.94	26.06	19.40
300383.SZ	光环新网	288.72	18.71	0.66	0.80	28.35	23.39
002335.SZ	科华恒盛	105.88	22.94	0.77	1.08	29.79	21.24
	<b>平均值</b>			<b>0.71</b>	<b>0.94</b>	<b>26.16</b>	<b>21.34</b>
603912.SZ	佳力图	32.91	15.17	<b>0.58</b>	<b>0.78</b>	26.0	19.3

数据来源: Wind、开源证券研究所

## 5、风险提示

**宏观经济波动风险。**公司产品可广泛应用于数据中心机房、医疗洁净场所以及其他对环境要求较高的场所，因此行业的发展与国民经济的发展具有较高的正相关关系。未来若宏观经济状况发生不利变化，下游行业投资会受到一定影响，进而使业绩增长趋缓。

**公司客户所处行业较为集中。**公司主要客户以通信行业为主。若通信行业投资出现周期性变化，或主要客户发生重大不利变化，公司业绩将受到较大不利影响。

**材料价格波动风险。**公司主要产品精密空调主要以铜管、钢材等基础为原材料，压缩机、风机等为机电配件，原材料成本占公司营业成本平均比例达 70%以上。如果未来原材料价格持续上涨，将导致公司存在盈利能力降低的风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	939	1214	1256	1502	1881
现金	95	578	569	611	707
应收票据及应收账款	151	237	262	338	454
其他应收款	9	9	13	17	23
预付账款	3	3	4	6	8
存货	277	246	269	386	542
其他流动资产	405	140	140	144	147
<b>非流动资产</b>	157	185	225	272	317
长期投资	0	24	42	61	81
固定资产	81	77	96	117	137
无形资产	63	62	66	71	76
其他非流动资产	14	22	20	23	24
<b>资产总计</b>	1097	1399	1482	1773	2199
<b>流动负债</b>	360	577	586	762	1017
短期借款	40	50	40	40	74
应付票据及应付账款	136	245	259	341	482
其他流动负债	183	282	287	380	460
<b>非流动负债</b>	35	33	35	34	34
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	35	33	35	34	34
<b>负债合计</b>	395	610	620	796	1051
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	211	217	217	217	217
资本公积	316	397	397	397	397
留存收益	209	240	308	391	497
<b>归属母公司股东权益</b>	702	789	862	978	1148
负债和股东权益	1097	1399	1482	1773	2199

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	87	233	85	131	156
净利润	107	85	127	170	225
折旧摊销	10	10	11	15	19
财务费用	-1	3	-5	-4	-1
投资损失	-12	-15	-15	-18	-18
营运资金变动	-23	149	-33	-27	-63
其他经营现金流	6	0	-1	-5	-6
<b>投资活动现金流</b>	-286	-65	-36	-38	-41
资本支出	33	10	25	27	26
长期投资	0	-24	-18	-19	-20
其他投资现金流	-252	-79	-29	-31	-35
<b>筹资活动现金流</b>	47	-9	-57	-50	-53
短期借款	40	10	-10	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	63	6	0	0	0
资本公积增加	-18	80	0	0	0
其他筹资现金流	-37	-105	-47	-50	-53
<b>现金净增加额</b>	-151	159	-9	42	62

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	535	639	754	995	1373
营业成本	312	406	471	612	844
营业税金及附加	6	7	8	11	14
营业费用	60	71	83	108	148
管理费用	22	41	45	60	82
研发费用	23	29	35	46	64
财务费用	-1	3	-5	-4	-1
资产减值损失	7	-4	-3	-2	-5
其他收益	6	5	6	6	6
公允价值变动收益	0	2	3	5	6
投资净收益	12	15	15	18	18
资产处置收益	0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	123	97	144	193	255
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	123	97	144	193	255
所得税	17	13	17	23	31
<b>净利润</b>	107	85	127	170	225
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	107	85	127	170	225
EBITDA	132	92	140	192	257
EPS(元)	0.49	0.39	0.58	0.78	1.04

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.2	19.5	18.0	32.0	38.0
营业利润(%)	28.4	-20.7	47.9	34.4	32.1
归属于母公司净利润(%)	29.7	-20.7	49.9	34.3	32.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	41.7	36.4	37.5	38.5	38.5
净利率(%)	19.9	13.2	16.8	17.1	16.4
ROE(%)	15.2	10.7	14.7	17.4	19.6
ROIC(%)	13.7	8.2	12.2	14.9	16.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	36.0	43.6	41.9	44.9	47.8
净负债比率(%)	-3.8	-63.6	-58.2	-55.6	-52.8
流动比率	2.6	2.1	2.1	2.0	1.9
速动比率	0.7	1.7	1.7	1.4	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	3.6	3.3	3.0	3.3	3.5
应付账款周转率	2.5	2.1	1.9	2.0	2.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.39	0.58	0.78	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	1.07	0.39	0.60	0.72
每股净资产(最新摊薄)	3.23	3.64	3.97	4.51	5.29
<b>估值比率</b>					
P/E	30.9	38.9	26.0	19.3	14.6
P/B	4.7	4.2	3.8	3.4	2.9
EV/EBITDA	24.8	28.8	19.0	13.6	9.9

数据来源：贝格数据、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R3（中风险），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C3、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C3、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（underperform）	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（underperform）	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，属于机密材料，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16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