

## 业绩表现稳定，感知及平台建设业务实现高增长

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司 2020 年实现营收 6.8 亿元，同比增长 32.4%；归属母公司净利润 1.8 亿元，同比增长 48.9%。
- **数智化转型业务持续发力，公司营收保持高速增长态势。** 2020 年度：1) 收入端：公司营收同比增长 32.4%；从订单角度来看，2020 年公司新签订单 10 亿元，同比增长 65.5%；截止 2020 年 12 月 31 日公司在手订单 8.2 亿元，同比增长 23.7%。分业务来看，公司智慧环保业务收入 4.1 亿元，同比增长 35.1%；智慧城市业务收入 2.6 亿元，同比增长 46.3%，两项业务均保持高速增长。2) 利润端：公司归母净利润同比增长 48.9%；公司毛利率为 43.6%，同比下降 4.6pp，主要因为国家近来倡导新基建，导致主营业务感知及平台建设部分增长较快，新基建项目中多为总承包类业务，存在较多第三方智能设备的购置和接入成本，从而导致项目毛利率有所降低；公司净利率为 26.1%，同比增长 3.0pp。3) 费用方面：公司销售费用率为 4.9%，同比上升 0.5pp；管理费用率为 8.0%，同比下降 1.1pp；研发费用率为 9.0%，较上年同期变动不大。
- **智能环保业务持续受益于行业高景气，技术优势为公司成长性提供长期动力。** 公司智能环保业务已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。根据前瞻产业研究院和中商产业研究院的数据显示，2019 年我国智能环保行业市场规模达 585 亿元，预计 2020 年将突破 650 亿元，行业整体呈现快速发展态势。我们认为公司有望持续受益于行业高景气。公司重视研发投入，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。
- **盈利预测与投资建议。** 公司在物联网领域积累了丰富的行业经验和专业技术，深耕智慧环保，并从智慧环保延伸至智慧城市。随着公司智慧环保和智慧城市业务的推进，我们认为公司或将持续保持高速增长的态势，未来三年归母净利润复合增速将保持 38% 以上。我们预计 2021-2023 年，公司 EPS 分别为 3.48 元、4.67 元、6.09 元，维持“持有”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行可能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。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	681.43	1012.31	1301.61	1578.67
增长率	32.37%	48.56%	28.58%	21.29%
归属母公司净利润 (百万元)	176.95	269.46	361.19	470.91
增长率	48.88%	52.28%	34.04%	30.38%
每股收益 EPS (元)	2.29	3.48	4.67	6.09
净资产收益率 ROE	11.89%	15.61%	17.77%	19.37%
PE	31	21	15	12
PB	3.72	3.22	2.73	2.28

数据来源: Wind, 西南证券

### 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: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	0.77
流通 A 股(亿股)	0.23
52 周内股价区间(元)	58.88-193.31
总市值(亿元)	61
总资产(亿元)	19.98
每股净资产(元)	19.30

### 相关研究

1. 佳华科技 (688051): 业绩符合预期, 智慧环保业务持续收益 (2020-10-30)
2. 佳华科技 (688051): 业绩逆势高增长, 智慧环保业务加速上行 (2020-08-26)

### 关键假设：

假设 1：根据前瞻产业研究院和中商产业研究院的数据显示，2019 年我国智能环保行业市场规模达到 585 亿元，预计 2020 年将突破 650 亿元，行业整体呈现快速发展态势。公司在智慧环保领域作为环境监测技术方面的领先企业，下游需要有望持续迎来需求释放，因此我们预计公司在环保领域的业务有望持续向好。

假设 2：国家近来倡导新基建，导致公司主营业务感知及平台建设部分增长较快。我们认为未来几年，该业务仍然保持较好的增长态势，但由于公司数据运营服务的持续增长，未来感知及平台建设业务（2020 年占比 85%）占比或将有所收窄。

假设 3：在新基建背景下公司的主要业务模式主要为总承包模式，其业务开展高度依赖于物联网，因此存在较多第三方智能设备的购置与接入成本，导致短期公司毛利率下降较大。但随后感知建设逐步完成，我们预计未来三年公司毛利率有望慢慢回升。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

**表 1：公司分产品营收预测**

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
感知及平台建设	收入	439.4	571.2	742.6	928.3
	增速	125.7%	30.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	46.8%	50.0%	50.0%	52.0%
数据运营服务	收入	230.6	265.2	305.0	341.6
	增速	9.6%	15.0%	15.0%	12.0%
	毛利率	38.9%	40.0%	41.0%	42.0%
其他	收入	10.6	15.0	20.0	20.0
	增速	-90.2%	-	-	-
	毛利率	12.3%	13.0%	13.0%	13.0%
其他业务	收入	0.8	1.0	1.0	1.0
	增速	-	-	-	-
	毛利率	93.8%	94.0%	94.0%	94.0%
合计	收入	681.4	1012.3	1301.6	1578.7
	增速	32.4%	48.6%	28.6%	21.3%
	毛利率	48.3%	46.5%	47.2%	49.2%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	681.43	1012.31	1301.61	1578.67	净利润	177.97	270.42	362.72	472.92
营业成本	384.05	541.94	687.60	802.27	折旧与摊销	38.66	26.46	26.46	26.46
营业税金及附加	7.27	10.31	13.62	16.73	财务费用	6.02	0.53	0.77	0.95
销售费用	33.62	43.83	56.23	67.88	资产减值损失	2.67	2.09	1.69	1.98
管理费用	54.36	177.15	223.88	269.95	经营营运资本变动	-46.81	-144.03	-100.34	-104.52
财务费用	6.02	0.53	0.77	0.95	其他	-235.10	-49.41	-85.41	-99.91
资产减值损失	2.67	2.09	1.69	1.98	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-56.59</b>	<b>106.06</b>	<b>205.88</b>	<b>297.88</b>
投资收益	17.30	60.00	80.00	100.00	资本支出	-84.26	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.29	0.50	0.50	0.50	其他	-467.72	126.90	27.57	43.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-551.97</b>	<b>126.90</b>	<b>27.57</b>	<b>43.74</b>
<b>营业利润</b>	<b>199.02</b>	<b>296.95</b>	<b>398.33</b>	<b>519.40</b>	短期借款	-20.00	-20.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.53	0.21	0.26	0.29	长期借款	-85.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>199.55</b>	<b>297.16</b>	<b>398.59</b>	<b>519.70</b>	股权融资	869.68	0.00	0.00	0.00
所得税	21.58	26.74	35.87	46.77	支付股利	0.00	-35.39	-53.89	-72.24
净利润	177.97	270.42	362.72	472.92	其他	4.19	-27.48	19.78	17.55
少数股东损益	1.03	0.96	1.53	2.01	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>768.87</b>	<b>-82.87</b>	<b>-34.11</b>	<b>-54.69</b>
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>176.95</b>	<b>269.46</b>	<b>361.19</b>	<b>470.91</b>	<b>现金流量净额</b>	<b>160.30</b>	<b>150.09</b>	<b>199.34</b>	<b>286.92</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	349.62	499.71	699.05	985.97	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	394.48	529.22	697.32	848.08	销售收入增长率	32.37%	48.56%	28.58%	21.29%
存货	76.83	107.62	135.56	159.23	营业利润增长率	41.96%	49.21%	34.14%	30.39%
其他流动资产	563.24	454.17	462.42	470.33	净利润增长率	49.28%	51.94%	34.13%	30.38%
长期股权投资	0.05	0.05	0.05	0.05	EBITDA 增长率	40.32%	32.93%	31.37%	28.49%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	425.08	400.76	376.43	352.10	毛利率	43.64%	46.47%	47.17%	49.18%
无形资产和开发支出	77.01	75.52	74.03	72.54	三费率	13.79%	21.88%	21.58%	21.46%
其他非流动资产	112.34	157.21	209.50	265.62	净利率	26.12%	26.71%	27.87%	29.96%
<b>资产总计</b>	<b>1998.66</b>	<b>2224.25</b>	<b>2654.36</b>	<b>3153.93</b>	ROE	11.89%	15.61%	17.77%	19.37%
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.90%	12.16%	13.67%	14.99%
应付和预收款项	255.50	349.90	447.35	525.16	ROIC	29.30%	35.66%	41.81%	49.37%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.76%	32.00%	32.69%	34.64%
其他负债	225.83	141.99	165.82	186.90	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>501.33</b>	<b>491.89</b>	<b>613.17</b>	<b>712.06</b>	总资产周转率	0.47	0.48	0.53	0.54
股本	77.33	77.33	77.33	77.33	固定资产周转率	1.77	2.53	3.47	4.50
资本公积	1009.75	1009.75	1009.75	1009.75	应收账款周转率	2.26	2.62	2.46	2.40
留存收益	405.35	639.41	946.71	1345.38	存货周转率	8.11	5.85	5.59	5.38
归属母公司股东权益	1492.37	1726.44	2033.74	2432.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.64%	—	—	—
少数股东权益	4.96	5.92	7.45	9.46	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1497.33</b>	<b>1732.36</b>	<b>2041.19</b>	<b>2441.87</b>	资产负债率	25.08%	22.12%	23.10%	22.58%
负债和股东权益合计	1998.66	2224.25	2654.36	3153.93	带息债务/总负债	3.99%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.09	3.73	3.74	3.99
					速动比率	2.92	3.48	3.48	3.73
					股利支付率	0.00%	13.13%	14.92%	15.34%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	243.70	323.94	425.55	546.81	每股收益	2.29	3.48	4.67	6.09
PE	31.38	20.61	15.37	11.79	每股净资产	19.30	22.32	26.30	31.45
PB	3.72	3.22	2.73	2.28	每股经营现金	-0.73	1.37	2.66	3.85
PS	8.15	5.49	4.27	3.52	每股股利	0.00	0.46	0.70	0.93
EV/EBITDA	19.68	14.02	10.09	7.23					
股息率	0.00%	0.64%	0.97%	1.30%					

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
行业评级	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
	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
	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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn