

## 业绩快速增长，智能制造全面发力

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年度报告, 公司全年实现营收 11.4 亿元, 同比增长 19.9%; 实现归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 29.7%。主要系公司加大了智能制造业务的发展力度, 整体业务规模获得了较快增长。
- **智能制造加大投入, 业务规模快速增长。** 随着《中国制造 2025》战略的不断推进, 智能制造市场前景广阔。公司积极把握国家政策支持 and 行业客户数字化建设需求增加的机遇, 制定长远发展规划, 加大智能制造业务的发展力度。公司投入取得明显成效, 2021 年公司营业收入同比增长 19.9%, 主要系智能制造业务规模快速增长, 智能制造业务营业收入同比增长 28.9%, 占营业总收入的比重从 2018 年的 53.5% 提升至 87.8%。
- **政策助推行业发展, 下游需求显著增加。** 在国家供给侧改革等政策的推动下, 工业制造领域需求持续复苏, 我国向制造强国转型, 进一步催生了制造领域对智能制造的市场需求。根据前瞻产业研究院数据, 预计未来几年我国智能制造行业将保持 10% 左右的年均复合增速。智能制造行业发展为解决方案和平台生态等中台业务带来广阔空间, 预计 2020 年-2025 年中台市场总规模将保持高速增长, 年均复合增长率约为 60%。
- **产品自研有序推进, 积极开拓行业市场。** 公司作为国家高新技术企业, 在产品研发方面持续投入, 产品自研进展顺利。2021 年, 公司发布了 aPaaS 产品乐仓生产力中台、云服务平台产品后厂造及数据治理平台三类自研产品。在行业市场拓展方面, 公司重点切入大消费品、新能源及流程制造行业等民用领域; 区域市场拓展方面, 公司持续重点加快华南和华东地区的业务拓展以及建设西南和西北区域中心, 同时积极拓展海外市场业务。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.28 元、1.70 元、2.16 元, 未来三年归母净利润将达到 31.2% 的复合增长率。政策和下游需求利好, 智能制造行业高景气, 公司智能制造领域重点投入, 积极构建智能制造中台, 给予 2022 年 35 倍估值, 对应目标价 44.80 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期、市场竞争加剧、公司技术研发不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1140.85	1466.34	1858.33	2304.61
增长率	19.85%	28.53%	26.73%	24.02%
归属母公司净利润(百万元)	159.44	212.76	283.19	360.13
增长率	32.70%	33.44%	33.10%	27.17%
每股收益 EPS(元)	0.96	1.28	1.70	2.16
净资产收益率 ROE	6.96%	8.71%	10.39%	11.81%
PE	32	24	18	14
PB	2.17	2.01	1.83	1.64

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰  
执业证号: S1250521120002  
邮箱: wxj@swsc.com.cn  
联系人: 叶泽佑  
电话: 13524424436  
邮箱: yezy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

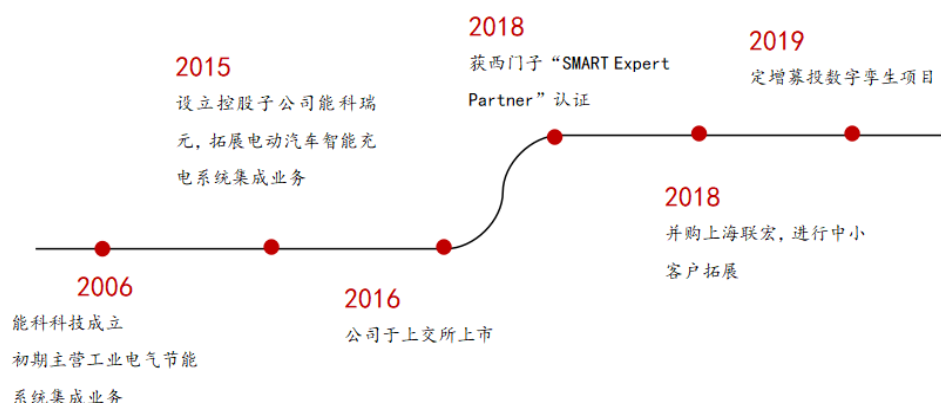
总股本(亿股)	1.67
流通 A 股(亿股)	1.60
52 周内股价区间(元)	29.48-45.50
总市值(亿元)	51.09
总资产(亿元)	28.79
每股净资产(元)	14.38

### 相关研究

## 1 智能制造发力，成长空间广阔

能科科技成立于 2006 年，成立初期主要经营工业电气节能系统集成业务，为工业企业提供软硬件一体化的工业能效管理解决方案；2015 年，公司开拓智能制造市场，为国防军工、高科技电子与 5G、汽车及轨道交通、装备制造等行业企业数字化转型提供包括业务中台、数据资产平台、云服务平台等的产品与服务。公司致力成为制造业企业的数字化转型合作伙伴，围绕工业互联网经营生态和全流程数字孪生组织能力，以生产力中台为基础，建设新时代企业应用服务基础设施，赋能客户实现智能制造转型与数字化运作。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，西南证券整理

公司重视技术创新，在智能制造领域重点投入。2021 年，公司通过基于云原生的生产力中台建设项目、服务中小企业的工业创新服务云建设项目和面向工业大数据应用的数据资产平台建设项目，发布了 aPaaS、云服务平台及数据平台三类自研产品系列。基于公司未来落实发展战略需要，公司 2022 年将继续对智能制造技术、产品研发进行较大的资金投入。

公司的产品和服务体系包括智能制造和智能电气两个板块，其中智能制造为主要收入来源。公司 2015 年开拓智能制造业务，并不断丰富发展，智能制造业务可划分为软件系统与服务、数字孪生产线建设与服务、数字孪生测试台建设与服务三类，通过 aPaaS 和 SaaS 产品等形式，为企业数字化转型提供包括业务中台、数据资产平台、云服务平台等的产品与服务。智能电气业务为公司传统业务，以电气传动、机械传动、自动化控制、数据采集等方面的技术优势，聚焦于工业电气领域的电能控制和电源系统，自主研发工业电气产品与系统、电源产品与系统。

表 1：公司主要产品或服务

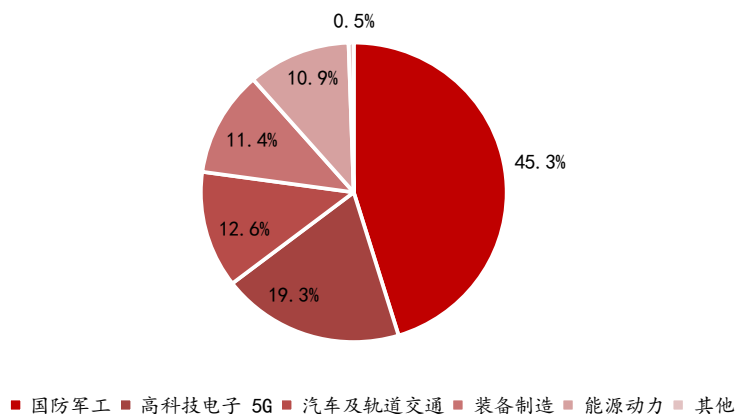
业务板块	业务单元	主要承载形态	服务概述	主要应用领域
智能制造	软件系统与服务	生产力中台、定制化的工业软件、工业微应用(APP)	基于业务应用场景，结合公司积累的行业知识，开发中台产品，在此基础上进行工业微应用开发	国防军工、高科技电子与 5G、汽车及轨道交通和装备制造
	数字孪生产线建设与服务	定制化产品、柔性制造、数字孪生产线	基于制造装配工艺，结合自动化和智能化的实践，对生产线进行三维设计、现实仿真验证与系统建设	国防军工、汽车及轨道交通

业务板块	业务单元	主要承载形态	服务概述	主要应用领域
	数字孪生测试台建设与服务	虚拟测试与物理测试系统、数字孪生测试台	基于半物理仿真、传动与测试等技术能力，为客户提供试验台及配套的软件控制系统	国防军工、汽车及轨道交通
智能电气	工业能效管理解决方案	工业电气领域的电能控制和电源系统	以工业能效管理解决方案为核心，通过技术指导、核心设备研制、应用服务、运维服务等相结合的方式提供整体服务	能源建设

资料来源：公司公告，西南证券整理

**下游行业高景气，积极拓展头部客户。**从公司产品销售行业来看，公司下游客户所属行业主要为国防军工、高科技电子 5G、汽车与轨道交通、装备制造、能源动力，多为政策重点支持、景气度高的行业。公司聚焦下游垂直行业头部客户进行客户开拓，同时以推动头部客户的方式带动其整个产业链的需求，拓展垂直行业客户。2021 年前五名客户销售额 2.12 亿元，占年度销售总额 18.63%，客户集中度低，不存在大客户依赖问题。

图 2：公司 2021 年主营业务分行业收入

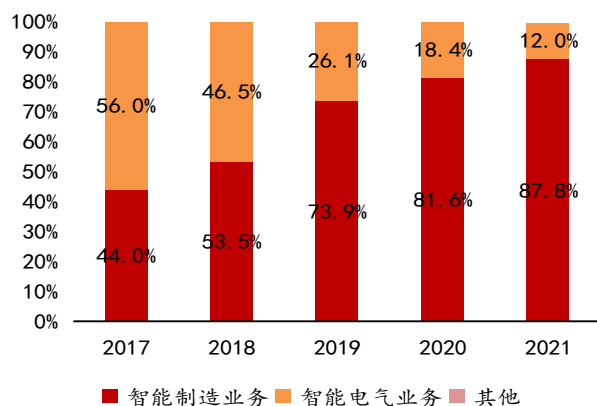


数据来源：Wind，西南证券整理

从营收结构来看，公司营业收入大部分来源于智能制造产品及业务，智能电气产品及业务营收占比较小。2021 年公司智能制造业务营收 10.0 亿，同比增长 28.9%，智能制造业务占营收比重由 2017 年的 44% 大幅提升至 2021 年为 87.8%，主要系公司近年来对智能制造业务的大力投入和重点发展；智能电气业务营收 1.4 亿，同比下降 21.9%，占营收比重为 12%。

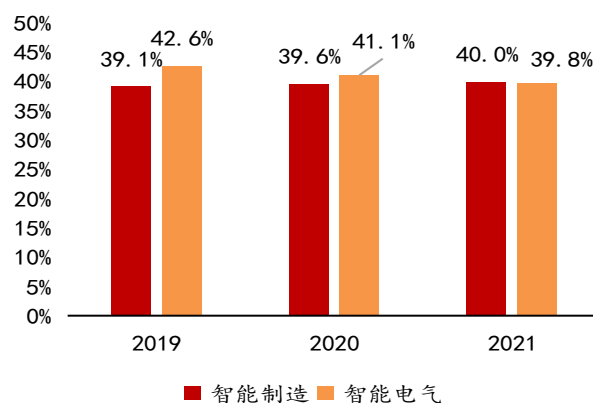
毛利结构中，公司毛利率近年来保持平稳，2021 年智能制造业务和智能电气业务毛利率分别为 40.0% 和 39.8%，公司业务结构变化对毛利率影响较小。

图 3：公司主营业务分产品收入



数据来源：Wind, 西南证券整理

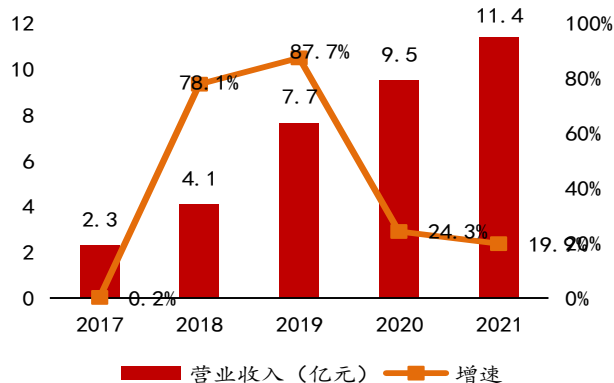
图 4：公司各业务毛利率



数据来源：Wind, 西南证券整理

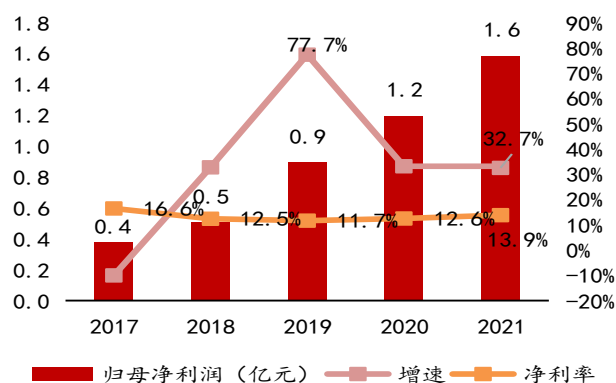
**公司营收利润保持较快增长。**2017-2021 年公司主营业务收入复合增长率 49.2%，主要系智能制造业务的收入提升所致，近年来下游客户需求不断增加，公司业务重心由传统的智能电气业务转向智能制造。2017-2021 年，公司归母净利润由 0.4 亿增长到 1.6 亿，复合增速 41.4%。公司净利率保持平稳，盈利能力稳定。公司深耕智能制造市场，随着市场空间增大，公司业务规模有望进一步扩大。

图 5：公司营收情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：公司归母净利润与净利率



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：**公司在智能制造领域持续加大投入，订单量保持较快增速。2021 年，公司软件系统与服务业务平台化和产品化建设取得进展，业务规模较上年同期增长 29.14%；在数字孪生产线建设与服务方面，公司实现了小批量、制造条件极端的复杂产品数字化制造，为客户建设和交付了多条数字化生产线；数字孪生测试台建设与服务业务规模较上年同期增长 60.36%，公司致力于提升数字化水平，为客户建设了多个高性能试验台项目。公司自研新产

品上线，和市场拓展的顺利推进，将为业务发展带来增量。同时，政策助推和下游需求快速增长也将持续催生公司智能制造订单的增长，我们预计公司 2022 年-2024 年智能制造业务订单量增速为 35%、30%、26%；

假设 2：公司智能电气业务体量较小，未来将在一段时间内保持一定规模发展，订单量增速有所下降，毛利率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入及毛利率如下表：

**表 2：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
智能制造	收入	1001.3	1351.1	1755.7	2211.1
	yoy	29%	35%	30%	26%
	毛利率	40.00%	40%	41%	41%
智能电气	收入	137.0	115.2	102.7	93.6
	yoy	-22%	-16%	-11%	-9%
	毛利率	40%	40%	40%	40%
合计	营业收入	1140.9	1466.3	1858.3	2304.6
	yoy	20%	29%	27%	24%
	毛利率	40%	40%	41%	41%

数据来源：Wind，西南证券

## 2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取用友网络、赛意信息、鼎捷软件 3 家工业软件上市公司作为可比公司进行估值比较。2022 年 3 家可比公司平均估值为 45 倍，考虑到用友网络 2022 年估值偏高，整体行业平均估值水平约为 35 倍。公司积极把握政策推动和行业发展双重机遇，在智能制造领域持续加大投入，产品研发和业务拓展有序推进。预计估值将与行业水平持平。

**表 3：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600588.SH	用友网络	22.4	0.34	0.28	0.36	0.45	165.81	81.37	62.34	49.80
300687.SZ	赛意信息	22.98	0.44	0.85	1.18	--	50.71	27.14	19.50	--
300378.SZ	鼎捷软件	18.36	0.42	0.67	0.85	1.03	57.00	27.51	21.72	17.82
平均值							91.17	45.35	34.52	22.54

数据来源：Wind，西南证券整理

预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.28 元、1.70 元、2.16 元，未来三年归母净利润将达到 31.2%的复合增长率。政策和下游需求利好，智能制造行业高景气，公司智能制造领域重点投入，积极构建智能制造中台，给予 2022 年 35 倍估值，对应目标价 44.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1140.85	1466.34	1858.33	2304.61	净利润	166.69	225.95	297.25	377.31
营业成本	685.32	873.51	1097.72	1349.82	折旧与摊销	73.43	61.33	61.33	61.33
营业税金及附加	5.01	6.17	7.94	9.80	财务费用	9.81	6.71	9.46	11.92
销售费用	65.27	88.09	109.43	135.98	资产减值损失	2.38	0.00	1.50	-0.83
管理费用	86.70	110.45	139.68	173.67	经营营运资本变动	-223.17	-159.22	-282.38	-297.56
财务费用	9.81	6.71	9.46	11.92	其他	20.32	0.50	-2.56	0.00
资产减值损失	2.38	0.00	1.50	-0.83	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>49.46</b>	<b>135.27</b>	<b>84.60</b>	<b>152.16</b>
投资收益	0.68	0.00	2.56	0.00	资本支出	306.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-732.12	0.00	2.56	0.00
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>-426.01</b>	<b>0.00</b>	<b>2.56</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>187.54</b>	<b>253.51</b>	<b>333.08</b>	<b>423.25</b>	短期借款	64.37	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.13	-7.38	-8.79	-10.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>182.41</b>	<b>246.13</b>	<b>324.29</b>	<b>412.96</b>	股权融资	787.6	0.00	0.00	0.00
所得税	15.72	20.18	27.04	35.66	支付股利	0.00	-26.62	-31.86	-42.89
净利润	166.69	225.95	297.25	377.31	其他	-18.29	-20.22	-9.46	-11.92
少数股东损益	7.25	13.19	14.07	17.17	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>726.04</b>	<b>-111.21</b>	<b>-41.32</b>	<b>-54.81</b>
归属母公司股东净利润	159.44	212.76	283.19	360.13	<b>现金流量净额</b>	<b>347.97</b>	<b>24.06</b>	<b>45.84</b>	<b>97.35</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	564.75	588.81	634.66	732.00	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	926.90	1157.07	1478.01	1827.67	销售收入增长率	19.85%	28.53%	26.73%	24.02%
存货	154.85	196.88	246.03	303.83	营业利润增长率	37.24%	35.17%	31.39%	27.07%
其他流动资产	313.36	231.45	237.19	243.72	净利润增长率	38.22%	35.55%	31.56%	26.93%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	50.74%	18.74%	25.60%	22.94%
投资性房地产	57.42	57.42	57.42	57.42	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	120.64	112.87	105.10	97.33	毛利率	39.93%	40.43%	40.93%	41.43%
无形资产和开发支出	659.07	607.30	555.53	503.77	三费率	14.18%	14.00%	13.91%	13.95%
其他非流动资产	81.61	79.83	78.04	76.26	净利率	14.61%	15.41%	16.00%	16.37%
<b>资产总计</b>	<b>2878.61</b>	<b>3031.63</b>	<b>3391.98</b>	<b>3841.99</b>	ROE	6.96%	8.71%	10.39%	11.81%
短期借款	64.37	0.00	0.00	0.00	ROA	5.79%	7.45%	8.76%	9.82%
应付和预收款项	278.04	394.12	483.05	591.87	ROIC	12.00%	13.59%	16.07%	17.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.74%	21.93%	21.73%	21.54%
其他负债	140.17	42.16	48.19	54.96	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>482.59</b>	<b>436.28</b>	<b>531.24</b>	<b>646.83</b>	总资产周转率	0.47	0.50	0.58	0.64
股本	166.57	166.57	166.57	166.57	固定资产周转率	8.63	12.76	17.34	23.18
资本公积	1517.60	1517.60	1517.60	1517.60	应收账款周转率	1.70	1.72	1.72	1.70
留存收益	667.59	853.73	1105.05	1422.30	存货周转率	4.58	4.96	4.93	4.88
归属母公司股东权益	2351.75	2537.89	2789.21	3106.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.18%	—	—	—
少数股东权益	44.27	57.46	71.53	88.70	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2396.02</b>	<b>2595.36</b>	<b>2860.74</b>	<b>3195.16</b>	资产负债率	16.76%	14.39%	15.66%	16.84%
负债和股东权益合计	2878.61	3031.63	3391.98	3841.99	带息债务/总负债	13.34%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.22	5.21	5.06	4.95
					速动比率	3.89	4.73	4.58	4.46
					股利支付率	0.00%	12.51%	11.25%	11.91%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.96	1.28	1.70	2.16
					每股净资产	14.12	15.24	16.75	18.65
					每股经营现金	0.30	0.81	0.51	0.91
					每股股利	0.00	0.16	0.19	0.26
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	270.79	321.55	403.86	496.50					
PE	32.04	24.01	18.04	14.19					
PB	2.17	2.01	1.83	1.64					
PS	4.48	3.48	2.75	2.22					
EV/EBITDA	15.42	12.67	9.97	7.92					
股息率	0.00%	0.52%	0.62%	0.84%					

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

### 行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn