

储能业务快速增长，南网赋能空间广阔

投资要点

- **事件：**公司发布2022年半年度业绩报告，实现营业收入701.2百万元，同比增长38.2%；归母净利润80.9百万元，同比增长99.0%；扣非归母净利润78.2百万元，同比增长100.4%。
- **储能业务高速增长，在手订单量充沛。**报告期内，公司新能源事业部（储能业务）实现营收1.9亿元，同比增长54.2%，主要系上半年公司中标多个储能项目，累计完成装机容量超过96MW。此外，公司大力推进储能PACK生产线建设，预计该产线建成后年产能将达到1GWh，自动化率提升至70%以上，毛利水平有望进一步优化。长期来看，根据南方电网十四五规划，南方五省区将新增风电、光伏规模合计1.2亿千瓦，抽水蓄能600万千瓦，推动新能源配套储能2000万千瓦，按照配置储能时长2h（67720兆瓦时）、市场预期储能系统单位成本1.5元/瓦时计算，南网新型储能规模将达到600亿元。公司有望充分受益于南网新型储能规模扩大趋势，订单增长空间广阔。
- **试验检测与调试业务实现跨区域突破，市占率稳步提升。**报告期内，公司试验检测（包括试验检测和电源事业部）实现营收1.5亿元，同比增长25%。分地区来看，1）广东区域，公司接连中标广东电网电力设备X射线检测项目、广东电网仪器仪表检验校准项目，业务量稳步增加，市占率达50%以上；2）其他区域，中标国网江苏2022年组合电器局放检测项目，电源侧业务逐渐拓展至山东、北京、安徽、贵州、湖北等地区，整体市场影响力大幅提升。
- **智能设备产品获国网市场首肯，有望实现跨行业跨领域扩张。**报告期内，公司智能设备产品业务（包括智能成套、智能终端包括机器人事业部）实现营收3.6亿元，同比增长103%。其中，智能成套事业部中标首个国网公开招标的千万级框架协议——国网江苏2022年智能配电房综合监控平台框架协议项目，标志着智能监测产品获得国网标杆地区认可，后续有望得到加速推广应用。公司“慧眼”无人机巡检系统走出广东电网，完成广铁集团广州花都牵引站无人机机库部署，作为首个跨行业试点应用，极具推广意义。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润分别为2.0亿元、4.2亿元、6.6亿元，EPS分别为0.36元、0.74元、1.16元。考虑到公司储能业务在手订单充沛，南网赋能后续订单量增长潜力强劲，检测与调试业务、智能设备实现跨行业跨领域扩张，市占率稳步提升，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**储能业务订单量增长不及预期、行业竞争加剧、核心技术人员流失风险等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1385.20	2148.93	4684.07	6693.58
增长率	24.28%	55.14%	117.97%	42.90%
归属母公司净利润(百万元)	143.04	201.81	419.06	656.92
增长率	64.25%	41.09%	107.65%	56.76%
每股收益EPS(元)	0.25	0.36	0.74	1.16
净资产收益率ROE	5.88%	7.68%	13.75%	17.73%
PE	190	135	65	41
PB	11.17	10.33	8.91	7.33

数据来源：Wind，西南证券

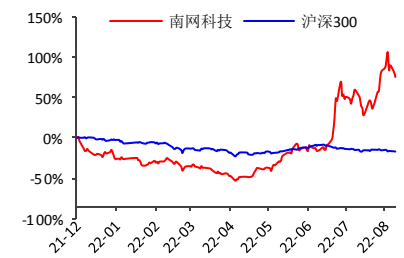
西南证券研究发展中心

分析师：王湘杰
执业证号：S1250521120002
电话：0755-26671517
邮箱：wxj@swsc.com.cn

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn

联系人：邓文鑫
电话：15123996370
邮箱：dwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

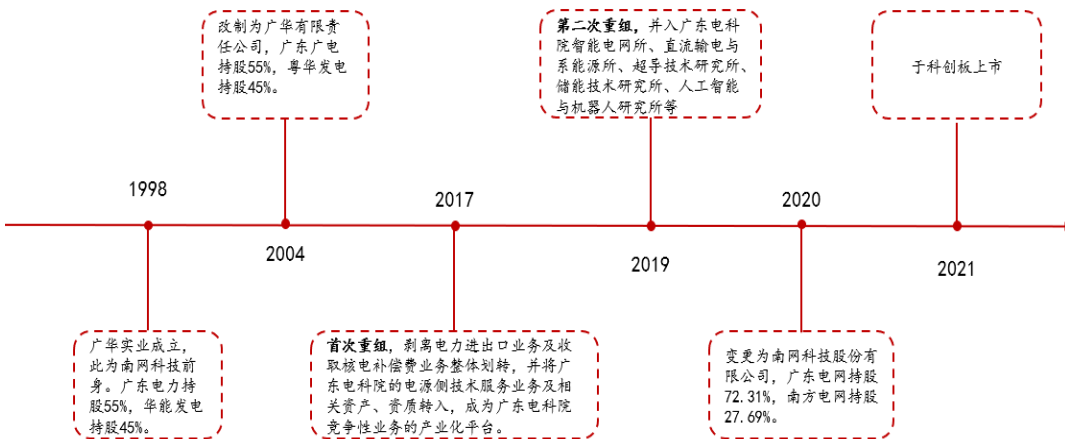
总股本(亿股)	5.65
流通A股(亿股)	0.78
52周内股价区间(元)	32.00-48.10
总市值(亿元)	271.62
总资产(亿元)	31.97
每股净资产(元)	4.67

相关研究

1 储能业务快速增长，南网赋能空间广阔

技术源于广东电科院，两次重组确立核心业务体系。南网科技成立于 1988 年，其前身为广华实业，2021 年于科创板上市。2017-2019 年，公司通过两次资产重组并入广东电科院多项竞争性业务，确立以能源技术为核心、以“智能设备+技术服务”为主线的业务体系。广东电科院主要为广东电网的安全稳定运行提供技术支持，60 余年来承担了多项国家级、省级科研项目与重点项目建设，在电网技术服务方面成果丰厚，研发团队技术领军能力突出。公司作为其传承，坚持自主研发，在电力能源领域的技术领先地位稳固。

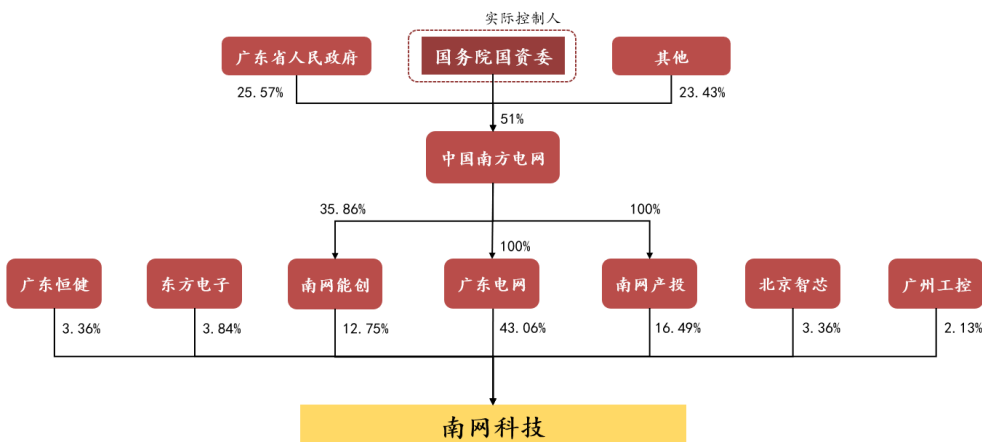
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，西南证券整理

股权结构集中，南网赋能巩固市场份额。公司第一大股东为广东电网，持股比例为 43.06%。南方电网通过广东电网、南网产投、南网能创间接持有股份 64.12%，股权结构集中。同时，南方电网作为公司第一大客户，2018-2021 年贡献收入占比保持 50% 以上，公司作为南网旗下唯一的科技和产品类上市公司，有望依托南网的优质平台与资源，在电力技术、能源技术方面实现持续突破。

图 2：公司主要股东持股比例



资料来源：公司公告，西南证券整理

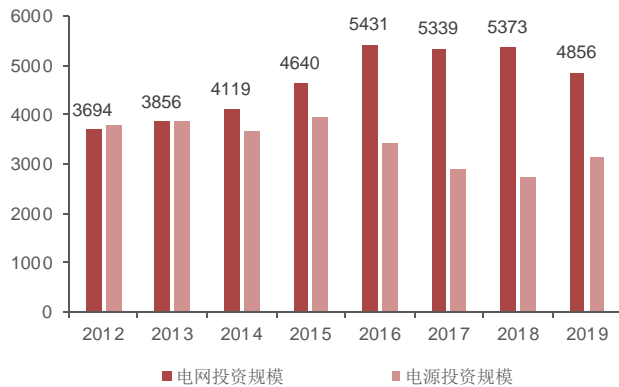
综合解决方案提供商，技术服务+智能设备双线布局。公司业务以电源清洁化和电网智能化为主线，主要包括技术服务与智能设备两类。1) 技术服务方面，公司服务贯穿电力能源系统的电源侧（发电环节）、电网侧（输电环节、变电环节、配电环节）和用户侧（用户环节）相关环节。其中，储能系统技术服务主要应用于电源侧、电网侧和用户侧，能够有效解决新能源并网时因其随机性和波动性对电网带来冲击的问题；试验检测及调试服务主要对常规火电进行检测和调试，有效提高机组安全运维、灵活调节能力，降低故障率，节能降耗，适应新能源接入以及降低污染物排放；同时，对电网侧和用户侧的设备实施功性能测试和质量评估，降低设备故障发生率。2) 智能设备方面，智能配用电产品用于对配电网和用户侧设备进行运行状态监视、智能化控制、智慧化运维；智能监测设备用于对电力设施及其所处环境的实时监测、分析和预警；机器人及无人机用于自动化巡检。

图 3：公司软硬产品在供热过程中的应用场景

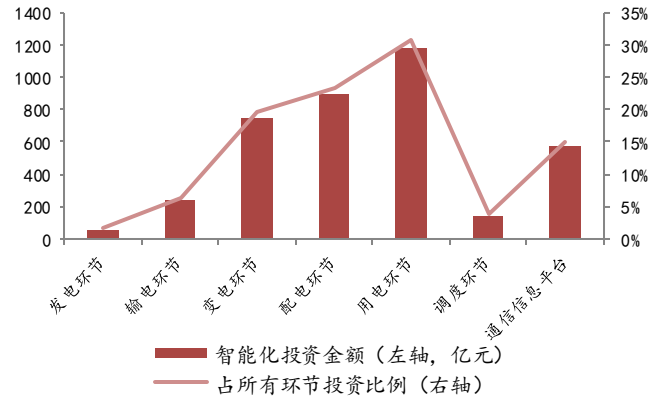


资料来源：公司招股说明书，西南证券整理

电网投资比重提升，智能化建设进程加快。电网作为电力生产端至消费端的传输环节，其损耗率与稳定性对于电力能源使用至关重要。我国电网普遍存在结构薄弱、资源优化配置能力不足等问题，为提高电力能源使用效率、降低能耗，近年来我国加大推进电网智能化发展，电网投资占电力投资的比重由 2011 年 49.86% 上升至 2019 年的 60.74%，进入快速发展阶段。

图 4：2012-2019 年中国电力投资额分布情况 (亿元)


数据来源：南网科技招股书，中国电力企业联合会，西南证券整理

图 5：2009-2020 年智能化投资金额及投资比例情况


数据来源：南网科技招股书，中国电力企业联合会，西南证券整理

新型储能行业高速发展，政策频发拓宽市场空间。“双碳”目标背景下，国家大力推动新型储能行业发展，利好政策密集落地。2021 年 7 月，国家发改委与能源局共同发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，明确到 2025 年实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，新型储能装机规模达 3000 万千瓦以上，到 2030 年实现新型储能全面市场化发展。同时，各地相继发布十四五新型储能发展目标，两网出台相关文件，新型储能市场呈快速增长态势。据 CNESA 统计，截至 2021 年底，我国电化学储能累计装机规模达 5791 兆瓦，同比增长 77.1%。根据国家电网发布的《中国能源电力发展展望 2020》预测，2060 年新型储能规模将达到 400000 兆瓦，成长空间广阔。

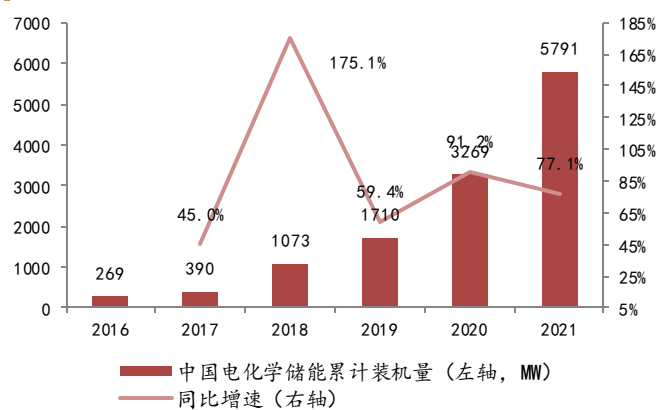
表 1：储能政策梳理

日期	发布主体	政策	主要内容
2022 年	国家能源局 综合司	《关于加强电化学储能电站安全管理的通知》	开展电化学储能电站的电池及其管理系统等到货抽检应当委托具备储能专业检测检验资质的机构。抽检选择要满足批次和产品一致性抽样要求。抽检结果应当满足国家（行业）标准安全性能技术要求。
2022 年	国家发展改革委、 国家能源局	《“十四五”新型储能发展实施方案》	支持以“揭榜挂帅”等方式调动企业、高校及科研院所等各方面力量，推进国家级储能重点实验室以及国家储能技术产教融合创新平台建设，促进教育链、人才链和产业链的有机衔接和深度融合。
2022 年	国家发展改革委 办公厅、国家能源 局综合司	《关于进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》	坚持以市场化方式为主优化储能调度运行。对于暂未参与市场的配建储能，尤其是新能源配建储能，电力调度机构应建立科学调度机制，项目业主要加强储能设施系统运行维护，确保储能系统安全稳定运行。燃煤发电等其他类型电源的配建储能，参照上述要求执行，进一步提升储能利用水平。
2021 年	国务院	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	加快大容量储能技术研发推广，提升电网汇集和外送能力。
2021 年	国家发改委、国家 能源局	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	提出储能是支撑新型电力系统的重要技术和基础装备，对推动能源绿色转型、应对极端事件、保障能源安全、促进能源高质量发展、实现碳达峰碳中和具有重要意义。预计到 2025 年底我国电化学储能累计装机规模将超过 30000 兆瓦。
2019 年	中共中央办公厅、	《国家生态文明试验区（海南）	结合智能电网升级改造、现代农村电网建设、微电网示范建设、蓄能供

日期	发布主体	政策	主要内容
	国务院办公厅	实施方案》	冷等新型储能技术，实现可再生能源的规模化应用。
2019 年 1 月	南方电网	《关于促进电化学储能发展的指导意见》	在国家尚未出台新的鼓励政策的情况下，各省级电力公司不参与电源侧和客户侧储能投资建设，可以根据需要，以技术创新和解决工程应用难题为目标，开展电网侧储能试点示范应用。推动政府主管部门将各省级电力公司投资的电网侧储能计入有效资产，通过输配电价疏导。
2019 年 2 月	国家电网	《关于促进电化学储能健康有序发展的指导意见》	推进供热计量改革和供热设施智能化建设，在保障能源安全的前提下有序推进能源绿色低碳转型，建立和完善能源绿色低碳转型相关技术标准及相应的碳排放量、碳减排量等核算标准等。
2017 年	国家能源局	《关于促进储能技术与产业发展的指导意见》	指出要在“十三五”期间实现储能由研发示范向商业化初期过渡，“十四五”期间实现商业化初期向规模化发展转变。
2016 年	中共中央 国务院	中共中央国务院印发国家创新驱动发展战略纲要	加快核能、太阳能、风能、生物质能等清洁能源和新能源技术开发、装备研制及大规模应用，攻克大规模供需互动、储能和并网关键技术。
2015 年	国务院办公厅	国务院办公厅关于印发国家标准化体系建设发展规划（2016-2020 年）的通知	加强核电、风电、海洋能、太阳热能、光伏发电用装备和产品标准制修订，开展低压直流系统及设备、输变电设备、储能系统及设备、燃料电池发电系统、火电系统脱硫脱硝和除尘、电力电子系统和设备、高速列车电气系统、电气设备安全环保技术等标准化工作，提高我国电工电气产品的国际竞争力。

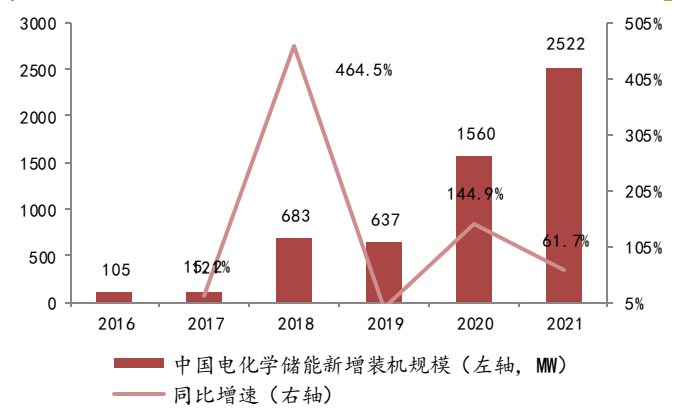
资料来源：公司公告，政府官网，西南证券整理

图 6：2016-2021 年我国电化学储能累计装机量及增速



数据来源：CNESA，西南证券整理

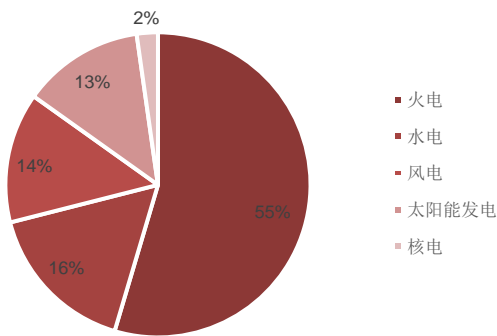
图 7：2016-2021 年我国电化学储能新增装机量及增速



数据来源：CNESA，西南证券整理

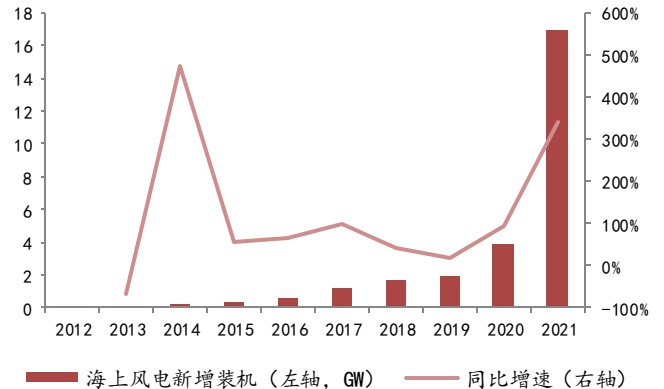
新能源机组装机规模扩大，检测与调试服务发展空间广阔。随着绿色低碳经济发展稳步推进，电力行业能源结构加速向清洁低碳能源转型，火电、核电、风电装机容量持续扩张。根据国家能源局最新统计数据，2021 年我国海上风电新增装机 16.9GW，居全球第一；按该规模计算，2022-2025 年预计新增海上风电场不少于 16 个。随着新能源机组装机规模不断扩大，传统电源升级改造的不断推进，未来，基于清洁火电、海上风电、核电等发电模式的试验检测及调试技术服务将拥有广阔的发展空间。

图 8：2021 年发电机组装机容量占比



数据来源：CNESA，西南证券整理

图 9：海上风电新增装机量及增速情况

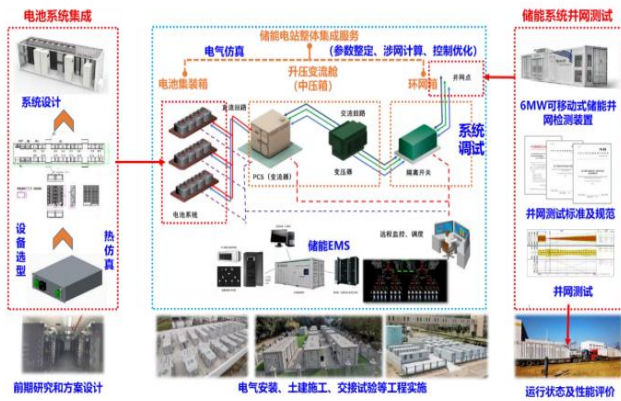


数据来源：GWEC，前瞻产业研究院，西南证券整理

(1) 储能系统技术实力丰厚，在手订单量充沛

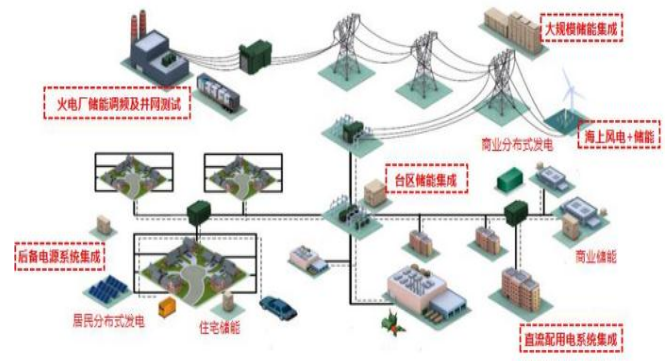
标杆项目落地，技术优势领先。公司深耕储能系统技术服务领域多年，掌握多项核心技术，并先后承担全球首例由电化学储能系统黑启动 9F 级重型燃机项目以及全球首个±10kV、±375V、±110V 多电压等级多端交直流混合配电网项目实施，标杆效应逐渐显现，市场地位持续提升。从产品端来看，公司重点设计“智能热管理+集中式多传感”的电池系统集成方案，并自主研发储能 EMS 系统，应用于电源侧和电网侧。未来随着居民分布式发电、商业分布式发电的普及率提升，储能系统技术服务有望推广至用户侧，应用场景进一步拓宽。

图 10：公司储能系统技术服务



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：储能系统应用场景



数据来源：公司公告，西南证券整理

在手订单充沛，南网赋能未来增长空间广阔。近年来，公司先后中标多个储能项目，包括国内迄今规模最大的火储联调“广东公司台山电厂技术改造 EPC 项目”，其规模达 60MW/60MWh，项目金额达 1.6 亿元；首个海上风电配套储能“新能源阳西沙扒海上风电场配套储能项目”；大唐国际雷州发电公司产能辅助调频项目等，总体订单金额接近 4 亿元，订单量充沛。长期来看，根据南方电网十四五规划，南方五省区将新增风电、光伏规模合计 1.2 亿千瓦，抽水蓄能 600 万千瓦，推动新能源配套储能 2000 万千瓦，按照配置储能时长 2h (67720 兆瓦时)、市场预期储能系统单位成本 1.5 元/瓦时计算，南网新型储能规模将达到 600 亿元。公司有望充分受益于南网新型储能规模扩大趋势，订单量保持稳健增长。

报告期内，公司项目进展顺畅，完成储能系统技术服务累计装机容量超过 96MW，其中靖海电厂#3 #4 机组储能调频项目等 1 项电源侧储能 EPC 项目，东莞供电局 110kV 杨屋站储能项目、东莞供电局 220kV 黎贝站储能项目、广州供电局 110kV 芙蓉站储能项目等 3 个电网侧储能集成项目顺利完成投运验收。

表 2：南网科技部分中标项目（源自南方电网）

时间	中标项目	中标金额 (万元)	建设规模 (MW/MWh)
2022 年 3 月 28 日	三峡新能源阳西沙扒海上风电场配套储能项目	8733	30
2022 年 3 月 21 日	广东台山电厂 1-2 号及 6-7 号机组灵活性技术改造 EPC 项目	16422	60
2021 年 11 月 19 日	广东电网有限责任公司东莞南社站电化学储能系统专项	5880	--
2021 年 9 月 2 日	南方电网调峰调频发电有限公司 2021-2022 年电网侧电池储能站工程设备集成框架采购项目	8898	--
	合计	39933	--

数据来源：南方电网供应链统一服务平台，西南证券整理

(2) 试验检测与调试业务技术领先，市占率稳步提升

技术、资质、客户资源优势凸显。公司针对新能源（海上风电、核电）、传统能源（火电）、电网及工业客户、提供给关键设备及系统的检测与调试服务。从技术方面来看，公司主要技术积累与相关技术人员来源于广东电科院，其在电源侧业务方面具备 157 项技术成果，具备独特竞争优势。从资质方面来看，公司同时拥有“电源特级调试资质”与“电网特级调试资质”，业务覆盖全面，具备提供电力能源系统从电源侧到电网及用户侧全链条的技术服务能力。从客户资源方面来看，依托南网平台，公司客户群体有望进一步扩大。

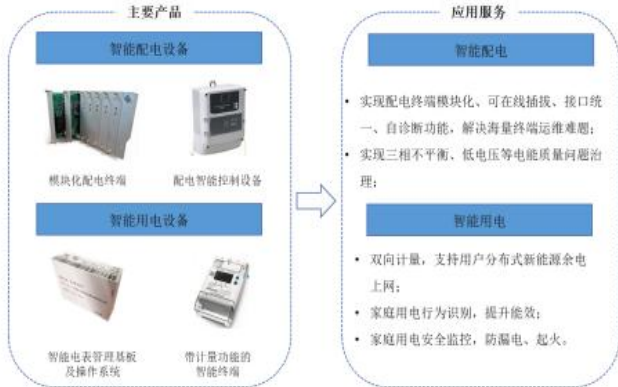
业务实现跨区域突破，市占率稳步提升。报告期内，公司试验检测业务（包括试验检测和电源事业部）实现营收 1.5 亿元，同比增长 25%。公司在广东区域占据先发优势，市占率保持领先。同时，中标国网江苏 2022 年组合电器局放检测项目，电源侧业务逐渐拓展至山东、北京、安徽、贵州、湖北等地区，整体市场影响力大幅提升。

- **广东区域占据先发优势，市占率保持领先。**从细分领域来看，1) X 射线检测市场，新中标广东电网电力设备 X 射线检测项目，合同金额约为 7500 万元，市占率超过 50%；2) 仪器仪表检验校准市场，新中标广东电网仪器仪表检验校准合同额约 2400 万元，市占率超过 60%；3) 安全工器具检测市场，公司参与编写的 1 项电力行业标准《电力安全工器具预防性试验规程》和主编的 4 项南方电网电力安全工器具技术标准完成报批，行业地位和影响力进一步提升。
- **子公司业务快速推进，整体市场影响力扩大。**报告期内，公司全资子公司粤电科提交 1800+ 项检测参数 CNAS 申请，建设工程质量检测相关资质申请工作取得较大进展，加入多个相关协会，在试验检测领域的领先地位得到巩固。

(3) 智能设备产品矩阵完备，实现跨行业跨领域扩张

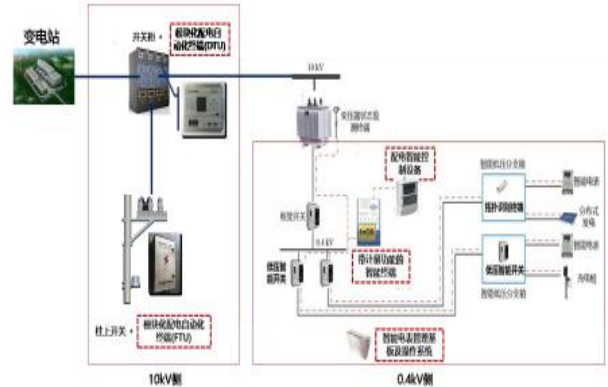
智能配用电器方面：丝路 InOS 实现国产化替代。公司推出行业内首个统一开放的智能配用电终端操作系统“丝路 InOS”，实现智能配用电终端操作系统国产化替代，解决用户侧能源信息互联互通和共享难题，同时，该操作系统已通过中国仪器仪表学会的成果及产品鉴定，技术水平国际领先。

图 12：公司智能配用电设备主要产品及应用服务



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：智能配用电设备主要应用场景



数据来源：公司公告，西南证券整理

智能监测产品矩阵完备，认可度提升。公司针对传统人工监督覆盖不全、违章督查质量不高、作业行为自控不强、业务数据贯通不足等痛点，产品全方位覆盖作业及人员安全监视、线路运营环境监测及故障定位、以及智能安全工器具领域，有效提高监测效率以及安全可靠。报告期内，公司智能成套事业部中标首个国网公开招标的千万级框架协议——国网江苏2022年智能配电房综合监控平台框架项目，标志着智能监测产品获得国网标杆地区认可，有望充分受益于智能监测设备需求大幅增加的趋势，实现加速推广应用。

图 14：公司智能监测设备主要产品及应用服务



数据来源：公司公告，西南证券整理

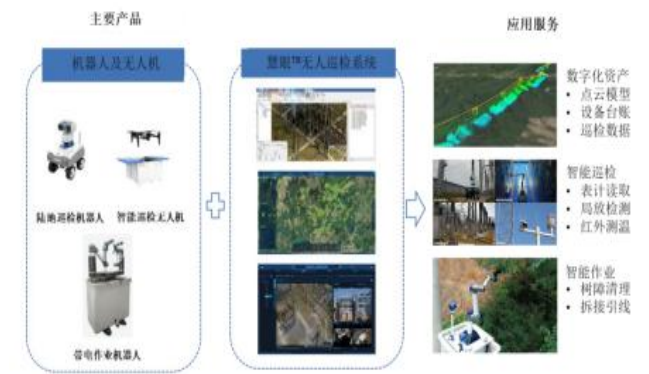
图 15：智能监测设备主要应用场景



数据来源：公司公告，西南证券整理

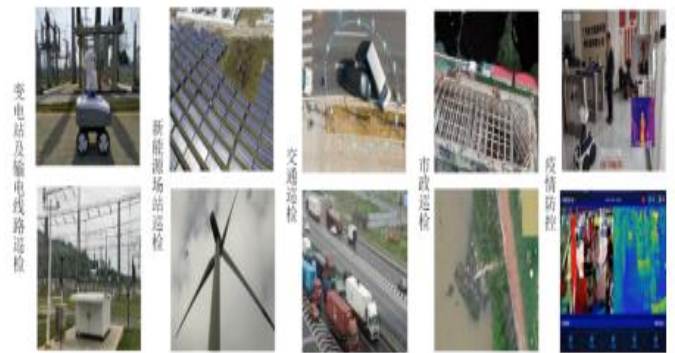
无人机推陈出新，实现跨行业试点应用。根据《“十四五”机器人产业发展规划》，国家将推进机器人应用场景开发和产品示范推广，机器人产业升级加速。同时，随着电网数字化发展升级，机器人无人机作为重要工具之一，迎来新发展机遇，公司充分发挥产品与技术优势，不断推陈出新，加大研发力度，提前抢占市场份额。报告期内，公司推出室内轻量化巡检机器人、长航时无人机、配网带电作业机器人等新产品，产品矩阵进一步完善；此外，“慧眼”无人机巡航系统完成广铁集团广州花都牵引站无人机机库部署，走出广东电网，成为首个跨行业试点应用，极具推广意义。

图 16：公司机器人及无人机主要产品及应用服务



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：公司机器人及无人机主要应用场景

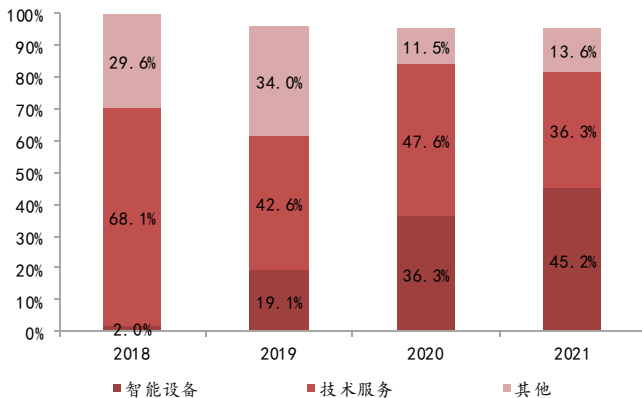


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 财务分析

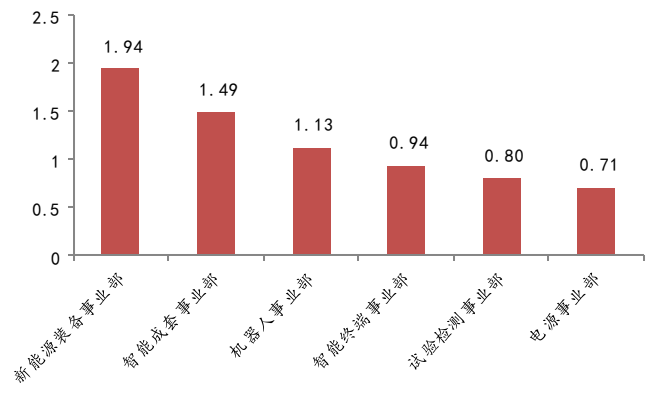
分业务来看，1) 智能设备业务方面，公司近年来加大智能设备业务布局，收入占比自 2018 年的 2.0% 提升至 45.2%，营收保持高速增长，2018-2021 年 CAGR 为 370.8%；2) 技术服务业务保持快速增长，2021 年实现营收 5.0 亿元，2018-2021 年 CAGR 为 34.4%。分产品来看，公司各项产品发展较为均衡。2022 年上半年，公司调整收入结构，针对产品划分不同业务部门，其中，新能源装备事业部主营储能系统技术服务，营收同比增长 54.2% 至 1.9 亿元。

图 18：公司 2018-2021 分行业收入



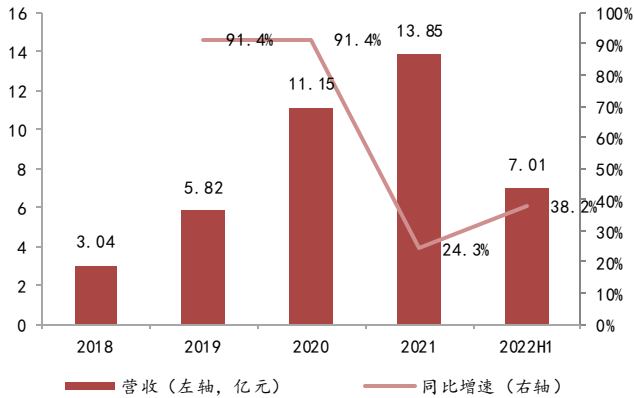
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：公司 2022H1 分产品收入情况

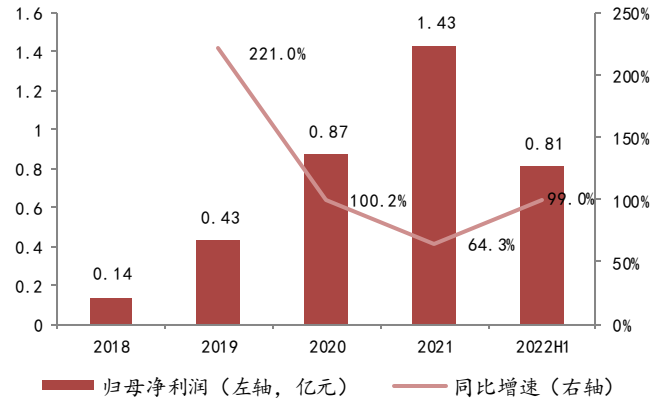


数据来源：公司公告，西南证券整理

总体来看，公司业绩保持高速增长。2018-2021 年，公司营收与归母净利润均呈高速增长态势，CAGR 分别为 65.8%、117.0%。2022H1，公司实现营业收入 7.0 亿元，同比增长 38.2%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比增长 99.0%，利润增速远高于营收增速，主要系公司资产重组后业务结构逐步完善，规模效应逐渐显现所致。

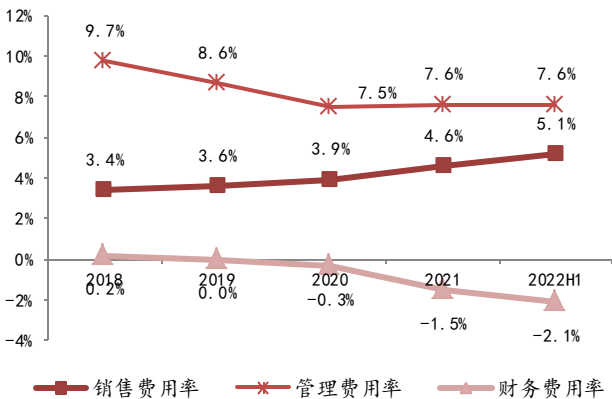
图 20：公司 2018-2022H1 营业收入及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

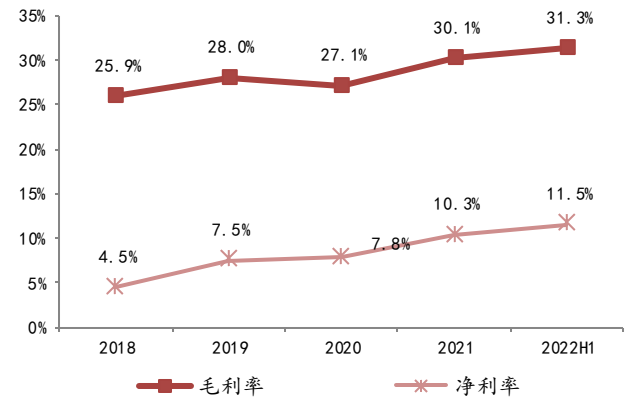
图 21：公司 2018-2022H1 归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

从费用率和利润率来看，1) 费用率端：2022H1，公司销售费用率为 5.1%，同比提升 0.61pp，主要系公司加大市场开拓力度，质量保证费用与投标费用等增加所致，公司费用回报显著，报告期内订单大幅增加。管理费用率与财务费用率分别为 7.6% (-1.04pp) 和 -2.1%，管理效率有所提升。2) 利润率端，2017-2021 年，公司利润率保持稳步提升，2022H1 毛利率与净利率分别为 31.3% 和 11.5%，同比提升 1.69pp 和 3.53pp。

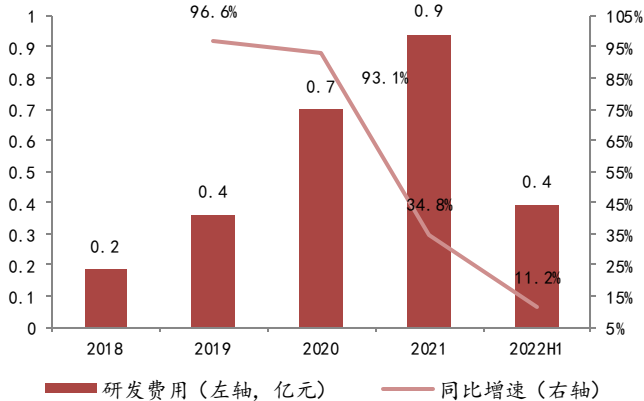
图 22：公司 2018-2022H1 费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

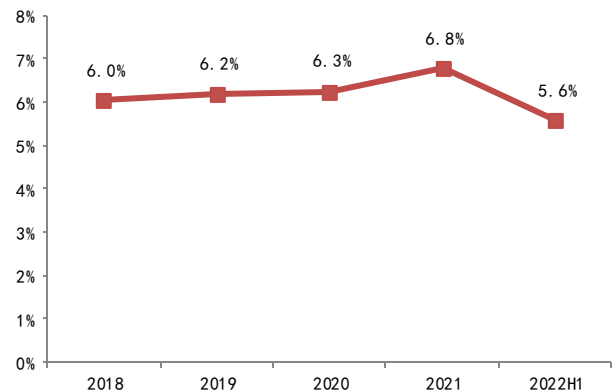
图 23：公司 2018-2022H1 毛利率、净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

持续加大研发投入，加强核心技术人员储备。2022H1，公司研发费用率为 5.6%，研发费用为 0.4 亿元，同比增长 11.2%，增速有所放缓，主要系受上半年公司部分研发项目已步入后期阶段所致。下半年公司计划开启新项目研发，投入将持续加大。同时，公司研发团队经验丰富，研发人员中包括教授级高级工程师 36 人，国内国际专家库各类技术专家 35 人，有助于公司保持持续的创新机制以及技术领先优势。

图 24：公司 2018-2022H1 研发费用及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：公司 2018-2022H1 研发费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

- 智能监测设备：**公司智能设备端营业收入实现高速增长，中标首个国网公开招标的千万级框架协议，获得国网首肯，后续有望得到加速推广；同时，伴随南网地区智能电网建设加速，智能监测设备需求将大幅增加，预计 2022-2024 年销量增速分别为 65%/50%/35%，单价增速分别为 3%/3%/2%。此外，2022H1 公司降本增效成果显著，毛利率大幅提升；后续随着智能监测设备技术逐渐成熟、产量增加、规模效应凸显，毛利率有望持续提升；预计 2022-2024 年毛利率分别为 49.3%/52.4%/52.7%。
- 智能配用电设备：**公司丝路 InOS 操作系统已实现国产化替代，并已通过中国仪器仪表学会的成果及产品鉴定，技术水平国际领先，未来有望加速放量；预计 2022-2024 年销量增速分别为 85%/60%/40%，单价增速为 2%。此外，2022H1 公司降本增效成果显著，毛利率大幅提升，未来随着销量高速增长，规模效应逐渐显现，预计 2022-2024 年毛利率分别为 36.5%/37.5%/37.5%。
- 机器人及无人机：**无人机首次走出广东电网，实现跨行业试点应用，多行业渗透率提升值得期待。预计 2022-2024 年，销量增速分别为 85%/60%/40%，单价增速为 2%。此外，公司主销的机器人与无人机均处于产品周期末期，2022H1 毛利率有所下滑，预计 2022-2024 年毛利率分别为 24.8%/26.3%/26.7%。
- 检验检测及调试服务：**公司在广东区域市占率稳步提升，电源侧检验检测业务逐渐拓展至山东、北京、安徽、贵州、湖北等地区，整体市场影响力提高，预计 2022-2024 年营收增速分别为 40%/30%/20%。此外，2022H1 公司降本增效成果显著，电源侧与电网侧毛利率均大幅提升，预计 2022-2024 年该业务毛利率分别为 65.5%/65.7%/66.0%。

5) **储能技术服务**: 公司上半年在手订单量充足, 同时背靠南网, 有望充分受益于南网新型储能增加趋势, 未来订单增长潜力强劲。考虑到储能项目建设周期一般为 4-5 个月左右, 2022 年下半年-2023 年公司在手的储能项目订单将陆续确认收入, 预计 2022-2024 年营收增速分别为 200%、300%、50%。此外, 在毛利率方面, 由于电芯价格上涨, 储能毛利水平大幅下降, 随着后续公司 PACK 生产线建设完成, 自动化率提升, 毛利率将逐步改善。

6) 费用端管控效果可持续, 各项费用率保持下降趋势。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 3: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
智能监测设备	收入	227.5	386.6	597.4	822.6
	增速	60.1%	70.0%	54.5%	37.7%
	毛利率	31.1%	49.3%	52.4%	52.7%
智能配用电设备	收入	212.5	401.0	654.4	934.4
	增速	31.5%	88.7%	63.2%	42.8%
	毛利率	25.5%	36.5%	37.5%	37.5%
机器人及无人机	收入	186.1	351.1	573.0	818.2
	增速	84.1%	88.7%	63.2%	42.8%
	毛利率	30.8%	24.8%	26.3%	26.7%
试验检测及调试服务	收入	312.6	437.6	568.9	682.7
	增速	28.2%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	41.0%	65.5%	65.7%	66.0%
储能技术服务	收入	190.9	572.6	2290.4	3435.7
	增速	-33.6%	200.0%	300.0%	50.0%
	毛利率	27.3%	15.2%	18.8%	19.9%
合计	收入	1385.2	2148.9	4684.1	6693.6
	增速	24.3%	55.1%	118.0%	42.9%
	毛利率	30.1%	27.3%	27.4%	27.5%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 21.5 亿元 (+55.1%)、46.8 亿元 (+118.0%) 和 66.9 亿元 (+42.9%), 归母净利润分别为 2.0 亿元 (+41.1%)、4.2 亿元 (+107.7%)、6.6 亿元 (+56.8%), EPS 分别为 0.36 元、0.74 元、1.16 元, 对应动态 PE 分别为 135 倍、65 倍、41 倍。

3.2 相对估值

综合考虑业务范围, 我们选取具备储能业务能力的永福股份、国电南瑞、金盘科技作为可比公司进行估值比较。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600406.SH	国电南瑞	28.58	1913	1.02	1.01	1.18	1.37	39	28	24	21
300712.SZ	永福股份	56.68	105	0.22	1.04	1.66	2.32	245	55	34	24
688676.SH	金盘科技	33.10	141	0.55	0.72	1.12	1.81	59	46	29	18
平均值								115	43	29	21
688248.SH	南网科技	48.10	272	0.25	0.36	0.74	1.16	190	135	65	41

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年行业平均 PE 为 29 倍，公司 PE 为 65 倍，高于行业平均水平。考虑到公司储能业务在手订单充沛，南网赋能后续订单量增长潜力强劲，检测与调试业务、智能设备实现跨行业跨领域扩张，市占率稳步提升，首次覆盖，给予“持有”评级。

4 风险提示

储能业务订单量增长不及预期、行业竞争加剧、核心技术人员流失风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1385.20	2148.93	4684.07	6693.58	净利润	143.04	201.81	419.06	656.92
营业成本	967.90	1562.23	3400.01	4854.71	折旧与摊销	30.38	36.02	36.02	36.02
营业税金及附加	5.73	8.00	18.41	25.61	财务费用	-20.94	-4.30	-9.37	-13.39
销售费用	63.36	85.96	187.36	234.28	资产减值损失	-8.78	0.00	0.00	0.00
管理费用	105.01	257.87	562.09	769.76	经营营运资本变动	-91.88	25.51	70.20	41.39
财务费用	-20.94	-4.30	-9.37	-13.39	其他	-45.51	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	-8.78	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	6.30	259.04	517.91	719.95
投资收益	0.27	0.00	0.00	0.00	资本支出	-67.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	18.40	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-48.77	0.00	0.00	0.00
营业利润	157.44	239.17	525.57	822.61	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.16	-1.75	-1.74	-1.46	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	157.59	237.42	523.82	821.16	股权融资	989.46	0.00	0.00	0.00
所得税	14.56	35.61	104.76	164.23	支付股利	-58.57	0.00	0.00	0.00
净利润	143.04	201.81	419.06	656.92	其他	-3.37	-17.22	9.37	13.39
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	927.52	-17.22	9.37	13.39
归属母公司股东净利润	143.04	201.81	419.06	656.92	现金流量净额	884.80	241.82	527.28	733.34
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2279.97	2521.79	3049.07	3782.41	成长能力				
应收和预付款项	294.90	418.93	871.74	1300.39	销售收入增长率	24.28%	55.14%	117.97%	42.90%
存货	228.28	368.45	799.88	1143.97	营业利润增长率	53.08%	51.91%	119.75%	56.52%
其他流动资产	72.36	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	64.25%	41.09%	107.65%	56.76%
长期股权投资	5.61	5.61	5.61	5.61	EBITDA 增长率	28.39%	62.34%	103.85%	53.06%
投资性房地产	7.88	7.88	7.88	7.88	获利能力				
固定资产和在建工程	98.87	70.23	41.58	12.93	毛利率	30.13%	27.30%	27.41%	27.47%
无形资产和开发支出	31.45	25.71	19.96	14.22	三费率	10.64%	15.80%	15.80%	14.80%
其他非流动资产	138.87	137.24	135.61	133.98	净利率	10.33%	9.39%	8.95%	9.81%
资产总计	3158.20	3555.84	4931.34	6401.39	ROE	5.88%	7.68%	13.75%	17.73%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.53%	5.68%	8.50%	10.26%
应付和预收款项	487.21	824.96	1731.45	2510.37	ROIC	104.87%	111.05%	157.94%	162.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.05%	12.61%	11.79%	12.63%
其他负债	239.47	101.55	151.50	185.71	营运能力				
负债合计	726.68	926.51	1882.95	2696.08	总资产周转率	0.54	0.64	1.10	1.18
股本	564.70	564.70	564.70	564.70	固定资产周转率	16.12	27.41	94.15	317.17
资本公积	1714.80	1714.80	1714.80	1714.80	应收账款周转率	8.13	7.07	8.67	7.34
留存收益	152.02	353.83	772.89	1429.81	存货周转率	5.11	5.24	5.81	4.99
归属母公司股东权益	2431.52	2629.33	3048.39	3705.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.71%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2431.52	2629.33	3048.39	3705.31	资产负债率	23.01%	26.06%	38.18%	42.12%
负债和股东权益合计	3158.20	3555.84	4931.34	6401.39	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.21	3.75	2.57	2.35
					速动比率	3.87	3.33	2.13	1.92
					股利支付率	40.94%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.25	0.36	0.74	1.16
					每股净资产	4.31	4.66	5.40	6.56
					每股经营现金	0.01	0.46	0.92	1.27
					每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	166.87	270.90	552.22	845.25					
PE	189.89	134.59	64.82	41.35					
PB	11.17	10.33	8.91	7.33					
PS	19.61	12.64	5.80	4.06					
EV/EBITDA	148.34	90.42	43.40	27.49					
股息率	0.22%	0.00%	0.00%	0.00%					

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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn